



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΑΤΡΩΝ**  
UNIVERSITY OF PATRAS

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΑΤΡΩΝ**  
**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ**  
**ΠΡΟΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
**Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΣΤΗ ΛΗΨΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ**  
**ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ: ΠΤΥΧΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**  
**ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ**

**ΦΟΙΤΗΤΕΣ:**

**ΚΟΓΚΑ ΒΑΣΙΛΙΚΗ- ΑΜ 17038**

**ΠΑΝΑΓΙΩΤΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΔΗΜΗΤΡΑ – ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ- ΑΜ 17394**

**ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ- ΑΜ 16283**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΔΙΔΑΣΚΟΝΤΑΣ : ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΝΤΟΒΑΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ, 2022**

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία ασχοληθήκαμε με το πολύ σημαντικό ζήτημα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η μελέτη των ψυχολογικών επιρροών στους επενδυτές και στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στον πυρήνα της, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αφορά τον εντοπισμό και την εξήγηση της αναποτελεσματικότητας και της εσφαλμένης τιμολόγησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Χρησιμοποιεί πειράματα και έρευνες για να αποδείξει ότι οι άνθρωποι και οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν είναι πάντα λογικές και ότι οι αποφάσεις που παίρνουν είναι συχνά εσφαλμένες.

Την τελευταία δεκαετία, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει ενστερνιστεί στις ακαδημαϊκές και χρηματοοικονομικές κοινότητες ως υποπεδίο της συμπεριφορικής οικονομίας που επηρεάζεται από την οικονομική ψυχολογία. Δείχνοντας πώς, πότε και γιατί η συμπεριφορά αποκλίνει από τις ορθολογικές προσδοκίες, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική παρέχει ένα σχέδιο για να βοηθήσει όλους να λάβουν καλύτερες, πιο ορθολογικές αποφάσεις όσον αφορά τα οικονομικά τους.

Η κατανόηση της οικονομικής συμπεριφοράς και της οικονομικής ψυχολογίας είναι ένα πεδίο μελέτης που ονομάζεται συμπεριφορικά οικονομικά. Χρησιμοποιεί ψυχολογία και οικονομικά για να διερευνήσει γιατί οι άνθρωποι μερικές φορές παίρνουν συναισθηματικές και όχι λογικές αποφάσεις και γιατί η συμπεριφορά τους δεν ακολουθεί τις προβλέψεις των αποδεκτών οικονομικών μοντέλων

Αναζητά απαντήσεις σε ερωτήσεις όπως γιατί ακόμη και έμπειροι επενδυτές αγοράζουν πολύ αργά και πωλούν πολύ σύντομα ή γιατί κάποιος δεν χρησιμοποιεί τον λογαριασμό ταμειυτηρίου του για να βοηθήσει στην εξόφληση του τεράστιου χρέους πιστωτικών καρτών.

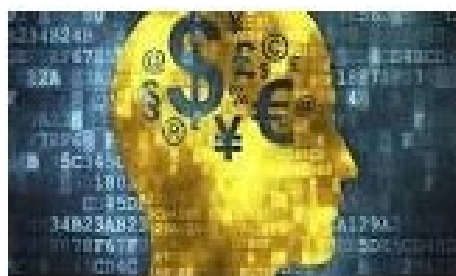
Μελετά ακόμη και ανωμαλίες όπως τα μικρά αλλά μετρήσιμα πλεονεκτήματα που έχουν οι εταιρείες στην αγορά εάν οι συντομογραφίες των μετοχών τους είναι πρώτες στο αλφάβητο ή η επίδραση του καιρού στις αξίες της αγοράς.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει επίσης εντοπίσει ότι τα συστηματικά λάθη και οι προκαταλήψεις επανεμφανίζονται προβλέψιμα σε ορισμένες περιπτώσεις, προσφέροντας ένα πλαίσιο για την κατανόηση πότε και πώς οι άνθρωποι κάνουν λάθη.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι μερικά οικονομικά φαινόμενα μπορούν να γίνουν κατανοητά καλύτερα χρησιμοποιώντας τα πρότυπα στα οποία μερικοί επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί.

Δύο είναι οι βασικοί πυλώνες πάνω στους οποίους βασίζεται αυτή η προσέγγιση:

- Οι άνθρωποι παίρνουν συχνά αποφάσεις και λύνουν προβλήματα βασισμένοι σε ευριστικούς κανόνες (heuristic rules) και με μεροληψία (bias)
- Η παρουσίαση/διατύπωση/πλαίσιαση (framing) του προβλήματος επηρεάζει την απόφαση.



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία ασχοληθήκαμε με τον ρόλο που η ψυχολογία έχει στην λήψη των επενδυτικών αποφάσεων και συγκεκριμένα ασχοληθήκαμε με την μελέτη των πτυχών της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Όπως θα δούμε και στην συνέχεια , στα κεφάλαια που ακολουθούν, επί πολλά έτη η χρηματοοικονομική επιστήμη βασιζόταν στην υπόθεση πως οι επενδυτές δρουν και σκέφτονται ορθολογικά και πως λαμβάνουν τις αποφάσεις του με βάση τις ορθολογιστικά διαμορφωμένες προσδοκίες τους . οι αποφάσεις αυτές λαμβάνουν με βάση την επιθυμία για την μεγιστοποίηση της χρησιμότητας.

Εντούτοις οι επενδυτές κατά βάση αποφασίζουν και πράττουν καθοδηγούμενοι από την ψυχολογία τους και αποφασίζουν για το σημαντικό ζήτημα της υλοποίησης μίας επένδυσης δίχως να το αντιληφθούν ακολουθώντας το συναίσθημα το οποίο εκείνη την στιγμή υπερισχύει.

Στο ξεκίνημα της εργασίας αυτής θα παρουσιαστούν στοιχεία σχετικά με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα δοθεί η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Δηλαδή θα δούμε κατά πόσο οι ψυχολογικοί παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την διαδικασία της λήψης των επενδυτικών αποφάσεων με βάση τις πεποιθήσεις. Δηλαδή αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα αποφασίσουν επηρεαζόμενοι από την υπερβολική αυτοπεποίθησή τους και αποφεύγοντας το αίσθημα της αβεβαιότητας και του συντηρητισμού και ακολουθώντας μία συμπεριφορά που χαρακτηρίζεται αγελαία.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί τον συνδυασμό διαφόρων επιστημονικών κλάδων, όπως είναι η ψυχολογία, η κοινωνιολογία και η χρηματοοικονομική επιστήμη.

Θα δούμε πως έγινε η μετάβαση από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική προς την συμπεριφορική χρηματοοικονομική και επιπλέον θα καταγραφούν οι κύριες διαφορές ανάμεσα στην συμπεριφορική και την παραδοσιακή χρηματοοικονομική.

Επίσης θα περιγραφούν όλα τα συμπεριφορικά σφάλματα αλλά και θα αναλυθεί και η έννοια της αγελαίας συμπεριφοράς.

Λέξεις κλειδιά: συμπεριφορά, συναισθήματα, αγελαία συμπεριφορά, χρηματοοικονομική επιστήμη, παραδοσιακή συμπεριφορά.

## ABSTRACT

In the present dissertation we dealt with the role that psychology has in making investment decisions and in particular we dealt with the study of the aspects of behavioral finance.

As we will see later, in the following chapters, for many years, financial science was based on the assumption that investors act and think rationally and make their decisions based on their rational expectations.

These decisions are made based on the desire to maximize utility.

However, investors basically decide and act guided by their psychology and decide on the important issue of implementing an investment without realizing it, following the emotion that prevails at the moment.

At the beginning of this work, data on traditional finance will be presented.

The next chapter will give the concept of behavioral finance. That is, we will see whether psychological factors can influence the investment decision-making process based on beliefs.

This means that investors will decide influenced by their overconfidence and avoiding the feeling of uncertainty and conservatism and following a behavior that is characterized as herd.

Behavioral Finance is the combination of various disciplines, such as psychology, sociology and financial science.

We will see how the transition from traditional finance to behavioral finance took place and in addition the main differences between behavioral and traditional finance will be recorded.

All behavioral errors will also be described and the concept of herd behavior will be analyzed.

Keywords: behavior, emotions, herd behavior, financial science, traditional behavior.

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Είναι πολύ σημαντικό για εμάς να εκφράσουμε την ευγνωμοσύνη και την απέραντη αγάπη μας, προς τις οικογένειές μας για την αμέριστη συμπαράστασή τους προς εμάς καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μας.

## Πίνακας περιεχομένων

.....	i
ΠΡΟΛΟΓΟΣ .....	ii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	iv
ABSTRACT .....	vi
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....	vii
Εισαγωγή .....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> : Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία .....	3
1.1 Η έννοια της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής θεωρίας .....	3
1.2 Η ανάπτυξη της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής και οι χρηματοοικονομικές αγορές .....	4
1.3 Η θεωρία της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής και η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών. ....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική .....	13
2.1 Η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής .....	13
2.2 Ιστορική αναδρομή της χρηματοοικονομικής συμπεριφορικής .....	15
2.3 Οι θεωρίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής .....	18
2.4 Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική έναντι της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής .....	19
2.5 Η χρησιμότητα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής .....	21
2.6 Η κριτική που ασκήθηκε στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική .....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> : Κατανόηση της οικονομικής συμπεριφοράς και της οικονομικής ψυχολογίας .....	28
3.1 Κατανόηση της οικονομικής και χρηματοοικονομικής ευρετικής .....	28
3.2 Κατανόηση των συμπεριφορικών χρηματοοικονομικών προκαταλήψεων .....	30



3.3 Οι συμπεριφορικές οικονομικές παγίδες .....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής .....	37
4.1 Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και οι επενδυτικοί πελάτες .....	37
4.2 Πρακτικές εφαρμογές συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής σε επαγγελματικές επενδύσεις .....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 <sup>ο</sup> : Οι προκαταλήψεις των επενδυτών .....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 <sup>ο</sup> : Η αγελαία συμπεριφορά στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική .....	51
ΕΠΙΛΟΓΟΣ .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ .....	59



## Εισαγωγή

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία, που βασίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και στην ύπαρξη απόλυτα ορθολογικών επενδυτών, αποτελεί το κυρίαρχο θεωρητικό πλαίσιο για την ανάλυση των οικονομικών για δεκαετίες. Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει αναδείξει τον ρόλο του επενδυτικού κλίματος και της συμπεριφοράς στη διαμόρφωση της κρίσης, σε μια εποχή ακραίων κινήσεων στο χρηματιστήριο και έντονων φόβων της αγοράς. Σε μια τέτοια κατάσταση, είναι δύσκολο για τους συμμετέχοντες στην αγορά να ενεργήσουν πλήρως ορθολογικά και να απομακρύνουν την επιρροή των συναισθημάτων.

Η πολυπλοκότητα της λειτουργίας του παγκοσμιοποιημένου χρηματοπιστωτικού συστήματος και όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά, αλλά και την ίδια την ανθρώπινη φύση, οδηγούν σε μια σειρά λαθών από τους επενδυτές, συχνά με αποτέλεσμα μεγάλες ζημιές. Αυτό το κενό μεταξύ θεωρίας και πράξης καλύπτεται από το σχετικά νέο πεδίο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, η οποία επιχειρεί να συνδυάσει την κλασική οικονομία με την ψυχολογία.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι ορισμένα οικονομικά φαινόμενα μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας ορισμένα μοντέλα στα οποία οι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί. Αυτή η προσέγγιση βασίζεται σε δύο βασικούς πυλώνες: οι άνθρωποι συχνά λαμβάνουν αποφάσεις και επιλύουν προβλήματα με βάση ευρετικούς κανόνες.

Οι περισσότεροι άνθρωποι χρησιμοποιούν ευρετικές μεθόδους όταν έρχονται αντιμέτωποι με μια περίπλοκη απόφαση. Τα ευρετικά είναι νοητικές συντομεύσεις που χρησιμοποιούμε για να αποφασίσουμε κάτι γρήγορα ή καθόλου. Οι επενδυτές και οι επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού τομέα συχνά χρησιμοποιούν ευρετικές μεθόδους όταν αναλύουν επενδυτικές αποφάσεις. Τα ευρετικά βασίζονται συχνά σε υποθέσεις ή εμπειρικούς κανόνες που συχνά αλλά όχι πάντα, ισχύουν.

Ένα παράδειγμα μιας κοινής ευρετικής είναι να υποθέσουμε ότι οι προηγούμενες επενδυτικές επιδόσεις υποδηλώνουν μελλοντικές αποδόσεις. Αν και αυτό φαίνεται να έχει νόημα επιφανειακά, δεν λαμβάνει υπόψη τις αλλαγές στην οικονομία ή το πόσο πλήρης αξία έχει γίνει μια μετοχή.

Ένας επενδυτής μπορεί να υποθέσει ότι επειδή ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο αναδυόμενων αγορών έχει καταγράψει θετικές αποδόσεις τα τελευταία πέντε χρόνια, μια λογική απόφαση θα ήταν να διατηρήσει ή να αυξήσει τη θέση στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Ωστόσο, είναι πιθανό το αμοιβαίο κεφάλαιο να έχει υποστεί κύκλο εργασιών διαχείρισης ή να έχουν αυξηθεί οι τιμές του πετρελαίου, γεγονός που επηρεάζει το κόστος αποστολής σε αυτές τις αγορές, για παράδειγμα. Μια νοητική συντόμευση στην ανάλυση επενδύσεων μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο.

Ένα άλλο παράδειγμα είναι να δείτε μια "τιμή πώλησης" και να υποθέσετε ότι είναι μια καλή συμφωνία επειδή είναι κάτω από την κανονική τιμή. Μερικές φορές είναι μια καλή συμφωνία, αλλά άλλες φορές δεν είναι. Αυτή η ευρετική βασίζεται στην τάση να πιστεύουμε ότι ένα σημείο αναφοράς είναι πραγματικό λόγω του τρόπου με τον οποίο αναφέρεται. Σε αυτήν την περίπτωση, είναι η τιμή που μια ετικέτα λέει ότι είναι η κανονική τιμή. Η λήψη απόφασης αγοράς με βάση έναν ανακριβή αριθμό αναφοράς μπορεί να έχει αρνητικές οικονομικές συνέπειες.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία**

## 1.1 Η έννοια της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής θεωρίας

Για να κατανοήσουμε τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική και το ρόλο που διαδραματίζει στις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές αγορές, πρέπει πρώτα να κατανοήσουμε από πού προέρχεται η συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Στόχος αυτού του κεφαλαίου είναι να εξηγήσει ποια ήταν η κατάσταση που δημιούργησε την ώθηση για την εμφάνιση και την ανάπτυξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, πώς αναπτύχθηκε από τότε και πώς έχει διαμορφωθεί και επηρεαστεί από άλλους κλάδους τόσο των φυσικών όσο και των κοινωνικών επιστημών. Παρουσιάζεται σε κάποια έκταση η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, το πρότυπο που κυριαρχεί σήμερα στον χρηματοοικονομικό ακαδημαϊκό χώρο, του οποίου οι ελλείψεις στην εξήγηση της συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών αγορών ήταν ο βασικός λόγος για την εμφάνιση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει εμφανιστεί στον τομέα της χρηματοοικονομικής ως εναλλακτική θεωρία, που αμφισβητεί την κυρίαρχη θεώρηση και πιθανώς να έχει την δυνατότητα να πάρει την θέση της. Η συζήτηση στην οποία εμπλέκεται η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι μία από τις μεγαλύτερες συζητήσεις στα οικονομικά τα τελευταία 50 χρόνια, και έχει να κάνει με το αν οι τιμές των μετοχών και οι τιμές άλλων περιουσιακών στοιχείων (όπως ομόλογα ή ακόμη και ακίνητα) αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, ή με άλλα λόγια, "εάν οι τιμές αντικατοπτρίζουν τη σοφία του πλήθους, ή την τρέλα του πλήθους, " και, κατ'επέκταση, εάν οι άνθρωποι ενεργούν πάντα (ή καθόλου) λογικά και με βάση όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες κατά τη λήψη οικονομικών αποφάσεων (Holden, 2015).

Μέχρι στιγμής, η πλευρά που προβάλλει τον ορθολογισμό είναι η κυρίαρχη τόσο στη σύγχρονη οικονομία όσο και στη σύγχρονη χρηματοοικονομική, αλλά είναι όλο και πιο προφανές ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν είναι πάντα τόσο λογικοί και καλά ενημερωμένοι όσο θα ήθελαν να πιστεύουν οι μελετητές, γεγονός που αποδεικνύεται από πολυάριθμες ανωμαλίες που εμφανίζονται στην εφαρμογή μοντέλων που βασίζονται σε τέτοιες υποθέσεις. Εδώ έρχεται η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, προσπαθώντας να εξηγήσει τις αιτίες αυτών των ανωμαλιών που σχετίζονται με παράλογες συμπεριφορές και να τις διαχειριστεί.

## 1.2 Η ανάπτυξη της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής και οι χρηματοοικονομικές αγορές

Η <sup>1</sup> ιστορία της παραδοσιακής (με την έννοια της κυρίαρχης τάσης) χρηματοοικονομικής με τον τρόπο που την γνωρίζουμε είναι αυτή της απελευθέρωσης και της απορρύθμισης και της αυξανόμενης πολυπλοκότητας, εξειδίκευσης και κινδύνου. Όλα ξεκίνησαν το 1971 με την κατάρρευση του συστήματος Bretton-Woods και την ελεύθερη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, όταν ο Richard Nixon αποφάσισε να αντιμετωπίσει μια κρίση που προκλήθηκε από ένα αυξανόμενο εμπορικό έλλειμμα και έναν ακριβό πόλεμο στο Βιετνάμ αναστέλλοντας τη μετατροπή του δολαρίου ΗΠΑ σε χρυσό. Αυτή η κίνηση πρακτικά αποτελείωσε το σύστημα του Bretton-Woods με το οποίο διάφορα νομίσματα συνδέονταν με το δολάριο ΗΠΑ σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και με την εξαφάνιση των συναλλαγματικών ελέγχων τα κεφάλαια θα μπορούσαν ξαφνικά να κινηθούν ελεύθερα από τη μία χώρα στην άλλη. Αυτό άλλαξε δραματικά τον κόσμο των επιχειρήσεων, του εμπορίου και των οικονομικών. Με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε πολλαπλά νομίσματα χρειάστηκε να πρέπει να αντισταθμίσουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Αυτό οδήγησε στη δημιουργία συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης νομισμάτων όταν ένας πρώην δικηγόρος ο Leo Melamed εισήγαγε τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης συναλλάγματος στο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων του Σικάγου, οδηγώντας τελικά στην εμφάνιση των σημερινών σύνθετων παραγώγων (τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης εμπορευμάτων, ωστόσο, ήταν ένα κοινό εργαλείο για τους αγρότες για να εξασφαλίζονται έναντι της πτώσης των τιμών των καλλιεργειών για πάνω από έναν αιώνα μέχρι τότε).

Στην ακαδημαϊκή κοινότητα της εποχής, ο φιλελευθερισμός και τα οικονομικά της ελεύθερης αγοράς ήταν κυρίαρχες δυνάμεις στα οικονομικά. Η πεποίθηση ήταν ότι τα κεϋνσιανά οικονομικά, με επίκεντρο την κυβερνητική παρέμβαση για την αντιστάθμιση των αποτυχιών της αγοράς, είχαν αποτύχει και ότι οι αγορές με τις αόρατες δυνάμεις τους θα έκαναν καλύτερη δουλειά στην κατανομή πλούτου και

---

<sup>1</sup> Στηριγμένο στο Link by Link, 2008

κεφαλαίου από ό, τι ήταν δυνατόν να πετύχουν οι κυβερνήσεις. Αυτή η σχολή σκέψης, που επικεντρώθηκε και πάλι στο Σικάγο, είχε μεγάλη επιρροή σε βασικούς υπεύθυνους χάραξης πολιτικής εκείνης της εποχής, τον Ronald Reagan και τη Margaret Thatcher ειδικότερα, οι οποίοι πίστευαν ότι μετά την «οικονομική αναταραχή της δεκαετίας του 1970» οι πιο ελεύθερες αγορές θα οδηγούσαν σε οικονομικά κέρδη και αυξημένη λαϊκή στήριξη, καθώς οι έλεγχοι κεφαλαίων δεν ήταν πλέον απολύτως απαραίτητοι και οι απελευθερωμένες αγορές θα έκαναν την αγορά κατοικιών περισσότερο προσιτή με την εγκατάλειψη των ελέγχων στην παροχή πίστωσης και την είσοδο περισσότερων δανειστών στην αγορά στεγαστικών δανείων. Αυτό οδήγησε τη Βρετανία και τις ΗΠΑ στην κατάργηση των κεφαλαιακών ελέγχων στη δεκαετία του 1980 (ενώ η Ευρώπη παρέμεινε προσεκτική και απάντησε με τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος).

Η ύφεση και οι μεταρρυθμίσεις της δεκαετία του 1980 και οι συνέπειές τους στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ οδήγησαν σε περαιτέρω ενδιαφέρουσες εξελίξεις στον κόσμο των οικονομικών με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μπορούν να μεταφέρουν χρήματα διασυνοριακά, ο ρόλος των χρηματιστών να αλλάζει με την περικοπή των προμηθειών και την είσοδο ξένων επιχειρήσεων στις αγορές. Με την πάροδο του χρόνου, οι χρηματιστές και οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να χρειάζονται περισσότερα κεφάλαια για να παραμείνουν κερδοφόρες, αφού πλέον είχαν μειωμένες προμήθειες, κάνοντας συναλλαγές πλέον και για δικό τους λογαριασμό. Οι εμπορικές τράπεζες ανέπτυξαν ισχυρούς ισολογισμούς για να συμμετάσχουν στην αναδοχή τίτλων (βγάζοντας τις επενδυτικές τράπεζες από αυτήν την αγορά), καθώς ο τομέας του εμπορικού δανεισμού έγινε υπερβολικά ανταγωνιστικός και ακριβός στην λειτουργία του. Η αντίδραση των επενδυτικών τραπεζών ήταν να γίνουν μεγαλύτερες. Συνολικά, η εποχή των δεκαετιών του 1980 και του 1990 ήταν μια εποχή μεγάλης επέκτασης και διαφοροποίησης, που συνέβη σε ένα ασυνήθιστα ευνοϊκό περιβάλλον λίγων και σύντομων υφέσεων, με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων να αυξάνονται για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου και έτσι η διαπραγμάτευση αυτών των περιουσιακών στοιχείων ή ο δανεισμός με βάση αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, ήταν εξαιρετικά κερδοφόρα.

Αλλά παράγωγα ακολούθησαν την εξάπλωση των δικαιωμάτων προαίρεσης και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης συναλλάγματος σε προσπάθειες διαχείρισης

του κινδύνου από τη μία πλευρά και να βγάλουν χρήματα με μάλλον κομψό τρόπο από την άλλη πλευρά. Οι πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων (ανταλλαγή ομολόγων σε ένα νόμισμα με ομόλογα σε διαφορετικό νόμισμα που οδηγούν σε χαμηλότερα επιτόκια και για τις δύο πλευρές) προέκυψαν αμέσως μετά τα δικαιώματα, ακολουθούμενες από πράξεις ανταλλαγής επιτοκίων (επιτρέποντας στους δανειολήπτες με σταθερό επιτόκιο να αλλάξουν με εκείνους με κυμαινόμενο επιτόκιο) που είχαν ως στόχο να επιτρέψουν σε κάποιον να διαχειριστεί την έκθεσή του σε κίνδυνο. Ωστόσο τα εργαλεία αυτά έχουν χρησιμοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό και από κερδοσκόπους. Περισσότερα εξωτικά παράγωγα άρχισαν να εμφανίζονται μετά το 2000, με αυξανόμενη πολυπλοκότητα, προβλήματα και χώρο για τους κερδοσκόπους. Οι συμφωνίες ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου είναι ένα παράδειγμα σύνθετου παράγωγου προϊόντος που αναπτύσσεται με ανησυχητικό επιτόκιο και επιτρέπει στον επενδυτή να διαχωρίσει τον κίνδυνο κινήσεων των επιτοκίων από τον κίνδυνο που δεν θα αποπληρώσει ένας δανειολήπτης καθιστώντας το ασφάλιση έναντι αθέτησης υποχρέωσης.

Τα παράγωγα έχουν γίνει ένα σημαντικό θέμα στη σύγχρονη χρηματοοικονομική για δύο απλούς λόγους. Πρώτον, μια μικρή αρχική θέση μπορεί να οδηγήσει σε πολύ μεγαλύτερο άνοιγμα - εάν η τιμή αλλάξει ή ένας δανειολήπτης αθετήσει τις υποχρεώσεις του σε ένα δάνειο, κάποιος θα πρέπει να καλύψει τις ζημιές. Με άλλα λόγια, το ενδεχόμενο καταστροφής είναι τεράστιο – τα παράγωγα μπορεί να γίνουν επικίνδυνα. Δεδομένου ότι πολλά νέα παράγωγα είναι πολύπλοκα, αδιαφανώς κατασκευασμένα εργαλεία, πολλά από αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως στοιχεία εκτός ισολογισμού, είναι πολύ δύσκολο για τις ρυθμιστικές αρχές να παρακολουθούν την έκθεση μιας εταιρείας σε κίνδυνο. Οι κρατικές αρχές μερικές φορές εμπλέκονται επίσης στη χρήση αδιαφανώς δομημένων παραγώγων που δεν κατανοούν και αντιμετωπίζουν προβλήματα, όπως η Κομητεία Orange στην Καλιφόρνια τη δεκαετία του 1990. Άλλο παράδειγμα είναι η Ελλάδα που προκειμένου να μπει στο ευρώ χρησιμοποίησε ένα παράγωγο σχεδιασμένο από την Goldman Sachs αλλά το πλήρωσε πολύ ακριβά χρόνια αργότερα.

Ο δεύτερος λόγος για τον οποίο τα παράγωγα και τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά μέσα γενικά έχουν γίνει ένα τόσο σημαντικό θέμα, είναι το χαμηλό επίπεδο ρύθμισης της αγοράς. Η απορρύθμιση αποτελεί τάση εδώ και δεκαετίες. Ενώ οι χώρες και οι τοπικές αρχές κατανοούν ότι τα παράγωγα περιέχουν σημαντικούς κινδύνους, βλέπουν επίσης



ότι τους φέρνουν εμπόριο και χρήματα όταν διευκολύνονται και επιτρέπουν στους επενδυτές και τις εταιρείες να διασπείρουν τον κίνδυνο τους, κάτι το οποίο είναι επωφελές τόσο για τις αγορές όσο και για τις οικονομίες στο σύνολό τους. Αυτό, μαζί με ισχυρά λόμπι, έχει δημιουργήσει μια ισχυρή κινητήρια δύναμη για την απελευθέρωση των αγορών και τη μείωση του κυβερνητικού ελέγχου σε αυτές. Ωστόσο, φέρνουν επίσης τη δική τους μορφή κινδύνου και μπορούν να προωθήσουν καταστροφικές συμπεριφορές, όπως στην περίπτωση συμφωνιών ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου που ουσιαστικά επιτρέπουν στις τράπεζες να ασφαρίζονται έναντι της ζημίας που προκαλούν τα προϊόντα τους σε άλλους. Η πώληση από μια αυτοκινητοβιομηχανία ενός αυτοκινήτου με ελαττωματικά φρένα και αγορά ασφάλειας ώστε να αποζημιωθεί η εταιρεία σε περίπτωση που χάσει τη ζωή του ο οδηγός είναι προφανώς τόσο λανθασμένη όσο και παράνομη, ωστόσο το οικονομικό ισοδύναμο αυτής της πρακτικής είναι δυνατόν να γίνει στην σημερινή απορυθμισμένη αγορά.

Μια άλλη περίπτωση αυξανόμενης πολυπλοκότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι η έννοια της τιτλοποίησης, που αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 1970, αλλά έκτοτε αυξάνεται μαζικά για να οδηγήσει τελικά στην κρίση του 2008. Η τιτλοποίηση είναι η πρακτική της ομαδοποίησης δανείων, συνήθως ενυπόθηκων δανείων, σε πακέτα που στη συνέχεια πωλούνται σε εξωτερικούς επενδυτές. Αυτά τα μέσα που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία έγιναν όλο και πιο εξελιγμένα και συνδέονται επίσης με έναν άλλο μεγάλο ταραχοποιό του 2008, τις εξασφαλισμένες δανειακές υποχρεώσεις, αδιαφανείς και εξελιγμένες δέσμες ομολόγων που επιλέγονται σύμφωνα με το προτιμώμενο προφίλ κινδύνου του επενδυτή. Οι εμπορικές τράπεζες είχαν εμπλακεί στην διαπραγμάτευση αυτών των αδιαφανών μεσων που δεν παρουσίαζαν σωστά τον κίνδυνο που περιείχαν χάρη στην τιτλοποίηση που τους επέτρεψε να δανειστούν χρήματα στις αγορές κατά τα έτη που οδήγησαν στο 2008 και την παγκόσμια κρίση που ξέσπασε.

Συνολικά, μπορούμε να δούμε όταν εξετάζουμε τις εξελίξεις των χρηματοπιστωτικών αγορών μετά την κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods τις κύριες τάσεις που διαμορφώνουν τον κλάδο – αυξανόμενη πολυπλοκότητα και εξειδίκευση στο πλαίσιο ενός αδύναμου ρυθμιστικού περιβάλλοντος και των αγορών που παρουσιάζουν διάφορες συμπεριφορές που δεν προβλέπονται αρκετά από την ακαδημαϊκή και

επαγγελματική κοινότητα, όπως η φούσκα "dot com" ή η κρίση δανεισμού subprime το 2008. Οι παραδοσιακές θεωρίες χρηματοοικονομικής ήταν επιτυχείς σε κάποιο βαθμό να περιγράψουν και να προβλέψουν τις κανονικές εξελίξεις, αλλά γενικά λιγότερο πετυχημένες όταν αντιμετωπίζουν αυτές και άλλες ανωμαλίες.

### **1.3 Η θεωρία της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής και η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών.**

Η<sup>2</sup> χρηματοοικονομική αυτή καθαυτή μπορεί σε γενικές γραμμές να οριστεί ως «η μελέτη του πόσο σπάνιοι πόροι κατανέμονται από τον άνθρωπο και πώς οι πόροι αυτοί διαχειρίζονται, αποκτώνται και επενδύονται με την πάροδο του χρόνου». Ο Olsen (2001) υποστήριξε ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική βασίζεται σε έξι βασικά θέματα:

- Όλες οι αιτίες και τα αποτελέσματα μπορούν να γίνουν γνωστά και κατανοητά, τουλάχιστον θεωρητικά
- Με την πάροδο του χρόνου, η αρνητική ανατροφοδότηση κυριαρχεί και οδηγεί στην ισορροπία της αγοράς.
- Ο ανθρώπινος νους μαθαίνει να επιλύει τα προβλήματα με δομημένο τρόπο και έτσι μπορεί να εκπαιδευτεί για να πάρει αποφάσεις που επικεντρώνονται στη βελτιστοποίηση με τυπικά λογικό τρόπο.
- Είναι δυνατόν να επιτευχθεί πλήρης αντικειμενικότητα, καθώς οι παρατηρητές μπορούν να σταθούν έξω από το σύστημα που παρατηρούν.
- Το συναίσθημα επηρεάζει αρνητικά τη λήψη αποφάσεων
- Οι άνθρωποι έχουν μια φυσική τάση να αποφασίζουν για το ατομικό τους συμφέρον

Αν και υπάρχει ένα ευρύ φάσμα απόψεων σχετικά με έναν τέτοιο ορισμό μεταξύ των ακαδημαϊκών στα χρηματοοικονομικά, απλώς και μόνο εξετάζοντας αυτά τα έξι σημεία με τα οποία η παραδοσιακή χρηματοοικονομική συνάδει τουλάχιστον σε κάποιο βαθμό, μπορούν να εντοπιστούν πολλαπλά ζητήματα. Είναι αλήθεια ότι για να επινοηθεί ένα μοντέλο που στην πραγματικότητα καταφέρνει να δώσει κάποιες γνώσεις, είναι απαραίτητο να απλοποιηθεί η κατάσταση τουλάχιστον μέχρι κάποιο

---

<sup>2</sup> Στηριγμένο στο Subash, 2012

σημείο. Ωστόσο ορισμένες από τις υποθέσεις, όπως η εξάρτηση από την αντικειμενικότητα στον άνθρωπο ή η γενίκευση των συναισθημάτων ως αρνητικών για τη λήψη αποφάσεων, είναι ένα μάλλον υπερβολικές, θέτοντας το ερώτημα πόσα από τα ευρήματα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής είναι αξιόπιστα όταν βασίζονται σε υποθέσεις που δεν ισχύουν τις περισσότερες φορές, πόσο μάλλον πάντα.

---

Βασικό στοιχείο της συζήτησης είναι η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Markets Hypothesis - EMH). Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, που διατυπώθηκε από τον Eugene Fama, παρουσιάστηκε το 1969, έγινε η βασική θεωρία που προτιμάται από την ακαδημαϊκή κοινότητα από τότε και αποτελεί έκτοτε το κεντρικό πρότυπο της σύγχρονης χρηματοοικονομικής. Η υπόθεση αποτελεσματικών αγορών αναφέρει ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων (όπως μετοχές, ομόλογα ή ακίνητα) αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες σχετικές πληροφορίες ακαριαία και πλήρως. Το μοντέλο μπορεί να περιγραφεί με τον ακόλουθο τρόπο: η τιμή μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου που αντιπροσωπεύει έναν δείκτη ισούται όπως λέει ο Shiller (2003) με «τη μαθηματική προσδοκία, υπό την προϋπόθεση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών εκείνη τη στιγμή, της παρούσας αξίας των πραγματικών επακόλουθων μερισμάτων που προκύπτουν από την εν λόγω μετοχή ή χαρτοφυλάκιο», ή με άλλα λόγια, ότι «η τιμή ισούται με τη βέλτιστη πρόβλεψη».

Η πρακτική έννοια της θεωρίας είναι ότι είναι αδύνατο να "νικήσουμε την αγορά" με συνέπεια και μακροπρόθεσμα, επειδή οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντιδρούν μόνο σε νέες πληροφορίες από ειδήσεις, οι οποίες στη φύση τους είναι τυχαίες. Έτσι, οι μετοχές διαπραγματεύονται πάντα στην εύλογη αξία τους, γεγονός που καθιστά αδύνατο για τους επενδυτές να αγοράσουν υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές και να υπερτερούν της αγοράς με βάση την επιλογή των σωστών μετοχών ή την κατάλληλη στιγμή - δεν υπάρχει "δωρεάν γεύμα". Σύμφωνα με τον Shiller (2003) ο μόνος τρόπος για να επιτευχθεί υψηλότερη απόδοση είναι η επιλογή πιο ριψοκίνδυνων επενδύσεων. Ως εκ τούτου, δεν υπάρχει επενδυτική στρατηγική που να μπορεί να αποφέρει σταθερά πλεονάζουσα απόδοση μόλις αυτή προσαρμοστεί στον κίνδυνο. Σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, αυτό ισχύει και για τις κερδοσκοπικές επενδύσεις, δεδομένου ότι η κερδοσκοπική τιμή περιλαμβάνει ήδη τον αντίκτυπο των καλύτερων πληροφοριών σχετικά με τα οικονομικά θεμελιώδη στοιχεία και τις

μεταβολές των τιμών μόνο βάσει "καλών, λογικών πληροφοριών", συμπεριλαμβανομένων των εμπιστευτικών πληροφοριών.

Η θεωρία στηρίζεται σε ορισμένες υποθέσεις, με τις βασικές να είναι η υπόθεση ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν λογικές προσδοκίες και εκτιμούν τους τίτλους ορθολογικά με βάση αυτές, ότι ο πληθυσμός αντιδρά επαρκώς κατά μέσο όρο<sup>3</sup> και,

---

τέλος, όταν εμφανίζονται νέες πληροφορίες, οι συμμετέχοντες στην αγορά προσαρμόζουν τις προσδοκίες τους αναλόγως και επαρκώς. Εν ολίγοις, το μοντέλο EMH υποθέτει ότι, δεδομένου ότι οι άνθρωποι εκτιμούν τον πλούτο, η συμπεριφορά τους στη λήψη οικονομικών αποφάσεων είναι λογική - αλλά εξακολουθεί να μην καταφέρνει να απαντήσει σε ορισμένα βασικά ερωτήματα στη λήψη οικονομικών αποφάσεων, όπως για παράδειγμα γιατί οι επενδυτές αγοράζουν και πουλάνε μετοχές ή γιατί οι αποδόσεις διαφέρουν μεταξύ των μετοχών εκτός από τους λόγους κινδύνου. Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών έρχεται σε τρεις μορφές:

- **αδύναμη** (οι τιμές των μετοχών δεν μπορούν να προβλεφθούν με βάση τις προηγούμενες τιμές, η θεμελιώδης ανάλυση μπορεί να παρέχει αποδόσεις άνω του μέσου όρου),
- **ημι-ισχυρή** (οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σε νέες διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες πολύ γρήγορα, δεν μπορεί να βασιστεί κάποιος ούτε στη τεχνική ούτε στη θεμελιώδη ανάλυση για την παραγωγή μακροπρόθεσμα αποδόσεων άνω του μέσου όρου) και
- **ισχυρή** (οι τιμές των μετοχών αντιδρούν πολύ γρήγορα σε όλες τις νέες πληροφορίες, τόσο δημόσια όσο και ιδιωτικά, δεν είναι δυνατόν να κερδίσει κανείς μακροπρόθεσμα αποδόσεις άνω του μέσου όρου, ακόμη και αν έχει εμπιστευτικές πληροφορίες).

Δεδομένου ότι η ισχυρή μορφή είναι δύσκολο να γίνει αποδεκτή, κυρίως λόγω των διαθέσιμων στοιχείων που υποδηλώνουν ότι οι εμπιστευτικές πληροφορίες στην πραγματικότητα επιτυγχάνουν αποδόσεις άνω του μέσου όρου, ακόμη και αν

---

<sup>3</sup> Οι άνθρωποι δεν είναι αναγκαίο να είναι λογικοί καθαυτοί, κανένα άτομο δεν χρειάζεται να είναι λογικό, είναι σημαντικό μόνο ο πληθυσμός στο σύνολό του να είναι, με κανονική κατανομή των

διαπραγματεύονται νόμιμα, οι περισσότερες από τις αξιολογήσεις του ΕΜΗ έχουν στηριχτεί στην αδύναμη ή την ημι-ισχυρή αποτελεσματικότητα.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς ήταν στην κορυφή της δημοτικότητάς της στους ακαδημαϊκούς κύκλους τη δεκαετία του 1970, αλλά παραμένει μια κυρίαρχη θεωρία ακόμη και τώρα. Το γεγονός ότι το ΕΜΗ υποθέτει τον ορθολογισμό, αλλά δεν βασίζεται αποκλειστικά σε αυτόν, καθώς προβλέπει αποτελεσματικότητα ακόμη και σε αγορές όπου υπάρχει κάποιος παραλογισμός, θεωρείται ότι προσδίδει στη θεωρία

---

αντιδράσεων σε νέες πληροφορίες σε όλο το φάσμα από την υποαντίδραση, στην επαρκή αντίδραση, στην υπερβολική αντίδραση – οι παράλογες συναλλαγές ακυρώνουν η μία την άλλη χωρίς να επηρεάζουν τις τιμές  
μεγάλη αξιοπιστία. Ωστόσο, ενώ υπάρχουν πολλές μελέτες και εμπειρικά στοιχεία που την υποστηρίζουν, υπάρχουν προκλήσεις για την εγκυρότητά της, τόσο εμπειρικά όσο και θεωρητικά. Πολλές ανωμαλίες έχουν εμφανιστεί με την πάροδο των ετών που αμφισβητούν τις βασικές αρχές της υπόθεσης. Ενώ ορισμένες από τις ανωμαλίες είναι μόνο μικρές και η θεωρία λειτουργεί αρκετά καλά με μια κανονική κατανομή του πληθυσμού, επιτρέποντας έτσι μερικές ακραίες τιμές προς οποιαδήποτε κατεύθυνση, οι προκλήσεις παρουσιάζουν έγκυρα σημεία και γενικά δεν μιλούν υπέρ των ισχυρότερων μορφών της θεωρίας. Ορισμένες αξιοσημείωτες προκλήσεις περιλαμβάνουν την ύπαρξη μιας σειράς εξαιρετικά επιτυχημένων επενδυτών, όπως ο Warren Buffet ή την ύπαρξη φούσκας της αγοράς, οι οποίες είναι προφανείς και σημαντικές ανωμαλίες και δεν ταιριάζουν με τις υποκείμενες υποθέσεις της θεωρίας. Έχει υποστηριχθεί από τους Grossman και Stiglitz (1980), ότι η ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών ήταν αδύνατη, δεδομένου ότι οι πληροφορίες έχουν κόστος που συνδέεται με αυτές και, ως εκ τούτου, οι τιμές δεν θα αντικατοπτρίζουν τέλεια τις διαθέσιμες πληροφορίες, γιατί αν το έκαναν, οι επενδυτές δεν θα είχαν κανένα κίνητρο να δαπανήσουν πόρους για την απόκτηση των πληροφοριών.

Ο αυξανόμενος αριθμός ανωμαλιών και ανακρίβειών στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών ήταν ένας από τους κύριους λόγους για την εμφάνιση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, η οποία προτείνει βάσιμους λόγους να πιστεύουμε ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές στην πραγματικότητα δεν είναι αποτελεσματικές και επιδιώκει να εξηγήσει αυτές τις ανωμαλίες μέσα από την παράλογη πτυχή της ανθρώπινης συμπεριφοράς, τον αντίκτυπο των προκαταλήψεων,

ελαττώματα στη συλλογιστική κ.λπ. Ενώ το μοντέλο ΕΜΗ κέρδιζε έδαφος στον κόσμο των χρηματοοικονομικών, οι ερευνητές στην ψυχολογία ανακάλυπταν ότι οι άνθρωποι συχνά λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις με παράξενους, φαινομενικά παράλογους, τρόπους, οπότε τα ευρήματα της ψυχολογίας άρχισαν να εφαρμόζονται σε ευρέως χρησιμοποιούμενα χρηματοοικονομικά παραδείγματα για να κατανοήσουν αυτές τις αποκλίσεις από τον υποτιθέμενο ορθολογισμό των συμμετεχόντων στην αγορά. Ως εκ τούτου, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι στην πραγματικότητα ένα τμήμα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής σε ένα μέρος όπου συναντά τις φυσικές και γνωστικές επιστήμες για να δει τι μπορούν να προσφέρουν στην προσπάθεια να εξηγήσουν τις ανωμαλίες που βρίσκονται στην παραδοσιακή θεωρία χρηματοοικονομικής και να τις χρησιμοποιήσουν για να επιτρέψουν στους επαγγελματίες επενδύσεων να λάβουν καλύτερες αποφάσεις στην καθημερινή τους πρακτική.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική

### 2.1 Η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ένας σχετικά νέος κλάδος που έχει προκύψει από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική, εφαρμόζοντας σε αυτήν τα ευρήματα άλλων κλάδων τόσο των κοινωνικών όσο και των φυσικών επιστημών – γνωστική ψυχολογία, συμπεριφορικά οικονομικά, νευροεπιστήμες και εξελικτική βιολογία και, μερικοί υποστηρίζουν, ακόμη και φυσική – για να βοηθήσει τις τυποποιημένες θεωρίες χρηματοοικονομικής στην εξήγηση της λήψης οικονομικών αποφάσεων εισάγοντας πτυχές της ανθρώπινης συμπεριφοράς στη διαδικασία. Οι επιρροές προήλθαν κυρίως από:

**Γνωστική ψυχολογία.** Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επικεντρώνεται πολύ έντονα στην έννοια του κινδύνου. Ωστόσο, αυτό που κάνει είναι ότι προσπαθεί να ποσοτικοποιήσει και να αναλύσει μόνο τον ίδιο τον κίνδυνο σε ad hoc βάση χρησιμοποιώντας εξελιγμένα εργαλεία όπως η διακύμανση της απόδοσης ή η Beta. Στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική, ο κίνδυνος είναι ένα μαθηματικό φαινόμενο. Αυτό που δεν λαμβάνει υπόψη είναι ότι ο επενδυτής ως αυτός που αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο από ψυχολογική άποψη και το μοναδικό πλαίσιο της κατάστασης και των εμπειριών του – αντιμετωπίζει τον κίνδυνο ως κάτι εξωτερικό όταν στην πραγματικότητα είναι μια έννοια που βοηθά τους ανθρώπους να κατανοήσουν και να αντιμετωπίσουν τις αβεβαιότητες και τους κινδύνους της ζωής και κάθε άτομο το βλέπει διαφορετικά. Χάρη στα ευρήματα της γνωστικής ψυχολογίας, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι σε θέση να δει τον κίνδυνο σαν ένα φαινόμενο πολλαπλών παραγόντων με διάφορες διαστάσεις, συμπεριλαμβανομένης της πιθανότητας και του μεγέθους μιας απώλειας, της αντίληψης της δικαιοσύνης, της εμπιστοσύνης ή του φόβου (Olsen, 2001). Οι γνώσεις σχετικά με τη γνωστική δυσαρέστηση, τις χρονικές προτιμήσεις και άλλα πρότυπα συμπεριφοράς ήταν πολύ πολύτιμες στην έρευνα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

**Συμπεριφορικά οικονομικά.** Τα συμπεριφορικά οικονομικά υπήρξαν ένα κρίσιμο δομικό στοιχείο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, καθώς εντοπίζουν

ασυνέπειες στην ανθρώπινη συμπεριφορά και την κλασική οικονομική θεωρία για τη χρησιμότητα και την ορθολογική ανάλυση των διαθέσιμων εναλλακτικών λύσεων.

Ανακάλυψαν ορισμένα στοιχειώδη πρότυπα συμπεριφοράς που εφαρμόζονται στη λήψη οικονομικών αποφάσεων, όπως το φαινόμενο σταθεροποίησης ή ορισμένες σημαντικές ανωμαλίες όπως η υπερβολική προεξόφληση, μη συνεπή προεξόφληση στα αναμενόμενα κέρδη και τις αναμενόμενες ζημιές, καθώς και σε μικρότερα έναντι μεγαλύτερων αποτελεσμάτων, η προκατάληψη προβολής και πολλά άλλα μοτίβα. Αυτά αποτελούν πολύτιμη πρόκληση για την παραδοσιακή χρηματοοικονομική που δίνει μεγάλη έμφαση στο χρόνο και το μέλλον και έχουν τη δυνατότητα να συμβάλουν στη δημιουργία και τη δοκιμή μοντέλων που προβλέπουν τις τιμές, τα κέρδη, τις ταμειακές ροές ή τα μερίσματα, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τον τρόπο αξιολόγησης της χρονικής πτυχής και τον τρόπο με τον οποίο γίνονται οι επιλογές εν προκειμένω. Η συμπεριφορική οικονομική δείχνει ξεκάθαρα ότι οι άνθρωποι σίγουρα δεν είναι και δεν μπορούν να είναι "λογικές μηχανές".

Ένας αρκετά περιεκτικός ορισμός της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής δίνεται από τον Sewell (2007) που λέει ότι «Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η μελέτη της επίδρασης της ψυχολογίας, των συναισθημάτων και των διανοητικών συντομεύσεων και προκαταλήψεων στη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και της επακόλουθης επίδρασης στις αγορές». Η έρευνα για τη χρηματοοικονομική της συμπεριφοράς περιλαμβάνει τόσο την παρατήρηση όσο και την ανάλυση της συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών αγορών και των συμμετεχόντων τους σε πραγματικά περιβάλλοντα και την παρατήρηση σε πειραματικά περιβάλλοντα. Ο Kishore (2004) υποστηρίζει πως η βασική θέση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι ότι οι επενδυτικές επιλογές δεν γίνονται πάντα πλήρως ορθολογικά, και έτσι προσπαθεί να κατανοήσει εκείνα τα φαινόμενα της επενδυτικής αγοράς που το παραδοσιακό πρότυπο αδυνατεί να κατανοήσει, χαλαρώνοντας δύο παραδοσιακές υποθέσεις σχετικά με τον ορθολογισμό: οι παράγοντες της αγοράς μερικές φορές αποτυγχάνουν να ανανεώσουν σωστά και να προσαρμόσουν τις πεποιθήσεις τους και υπάρχει μια συστηματική απόκλιση από την κανονιστική διαδικασία στην πραγματοποίηση επενδυτικών επιλογών.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή της ψυχολογίας στη διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων και στις χρηματοοικονομικές



αγορές. Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομική μπορεί να βοηθήσει στον εντοπισμό σημαντικών διαφορών, σε μεγάλο βαθμό, σε συναισθηματικά και συμπεριφορικά λάθη, καθώς και στην κατανόηση της ψυχολογίας των επενδυτών στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Ο πρωταρχικός στόχος της κατανόησης της ψυχολογίας των επενδυτών στις επενδυτικές αποφάσεις είναι η πλήρης τεκμηρίωση των πιο σημαντικών συμπεριφορικών και ψυχολογικών σφαλμάτων τα οποία δύναται σε μεγάλο βαθμό να επηρεάσουν την διαδικασία της λήψης των επενδυτικών αποφάσεων των επενδυτών και των διαχειριστών των χαρτοφυλακίων αλλά και των επιχειρηματιών.

Ως επί το πλείστον η συμπεριφορική χρηματοοικονομική επιδιώκει να κατανοήσει αλλά και να προβλέψει τις επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών της λήψης αποφάσεων από τους επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναζητά την διασύνδεση ανάμεσα στον κίνδυνο και τις αποδόσεις. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να οριστεί ως η νέα προσέγγιση επί των χρηματοοικονομικών αγορών και υποστηρίζει πως κάποια χρηματοοικονομικά φαινόμενα δύναται να κατανοηθούν πληρέστερα όταν χρησιμοποιούνται μοντέλα στα οποία οι επενδυτές δεν είναι κατά βάση ορθολογικοί.

## **2.2 Ιστορική αναδρομή της χρηματοοικονομικής συμπεριφορικής**

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προήλθε από το έργο των ψυχολόγων Daniel Kahneman και Amos Tversky και του οικονομολόγου Robert J. Shiller τις δεκαετίες 1970-1980. Εφάρμοσαν τις διάχυτες, βαθιές, υποσυνείδητες προκαταλήψεις και ευρετικές μεθόδους στον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις. Την ίδια περίπου εποχή, οι χρηματοοικονομικοί ερευνητές άρχισαν να προτείνουν ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (EMH), μια δημοφιλής θεωρία ότι η χρηματιστηριακή αγορά κινείται με ορθολογικούς, προβλέψιμους τρόπους, δεν βρίσκεται πάντα υπό έλεγχο. Στην πραγματικότητα, οι αγορές είναι γεμάτες αναποτελεσματικότητα λόγω της λανθασμένης σκέψης των επενδυτών σχετικά με τις τιμές και τον κίνδυνο.

Για να κατανοήσει κανείς πλήρως τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική όπως είναι σήμερα, πρέπει πρώτα να μάθει πώς προέκυψε.

Ο Shiller (2003) βοηθά τους αναγνώστες να κάνουν αυτό το πρώτο βήμα καθώς ο συγγραφέας προσφέρει μια μεγάλη επισκόπηση της εξέλιξης της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μέσα στις δεκαετίες. Στη δεκαετία του 1980, η συνέπεια του αποτελεσματικού μοντέλου των αγορών είχε αρχίσει να αμφισβητείται. Ένα θέμα που προβλημάτιζε για την αποτελεσματικότητα των αγορών ήταν το πρόβλημα της υπερβολικής αστάθειας. Πολλές θεωρίες διαμορφώθηκαν για να περιγράψουν τις μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών, ωστόσο αποδείχτηκε πρόκληση να συμβιβαστεί η ιδέα ότι μια τιμή μετοχής ήταν η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισμάτων (όπως θα υποστήριζαν οι περισσότεροι χρηματοοικονομικοί θεωρητικοί) μη λαμβάνοντας υπόψη τη μεταβλητότητα που παρατηρείται στις τιμές των μετοχών.

Αυτό σήμαινε ότι η χρηματοοικονομική ήταν είτε εντελώς λάθος σχετικά με το τι αποτελούσε την αξία μιας μετοχής, ή οι επενδυτές δεν ήταν πλήρως λογικοί. Ακολουθώντας αυτή την συλλογιστική, ο Shiller ώθησε την ιδέα ότι οι αγορές μπορεί να είναι αποτελεσματικές σε μικροεπίπεδο, αλλά πολύ αναποτελεσματικές σε μακροοικονομικό επίπεδο. Συνοπτικά, αυτό σημαίνει ότι πραγματοποιούνται μεμονωμένες κινήσεις μετοχών με περισσότερη λογική από την κίνηση ολόκληρης της αγοράς.

Στη δεκαετία του 1990, ο όγκος των αποδεικτικών στοιχείων που αμφισβητούσαν τις αποτελεσματικές αγορές είχε γίνει τόσο πολύς που η συμπεριφορική χρηματοοικονομική άρχισε να κερδίζει έλξη ως νόμιμο πεδίο.

Στη συνέχεια, ο Shiller συνεχίζει να απαριθμεί διάφορες έννοιες που η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει.

Τα πρώτα από τα οποία είναι μοντέλα ανατροφοδότησης. Τα μοντέλα ανατροφοδότησης προσπαθούν να δείξουν ότι όταν οι επενδυτές διαπραγματεύονται, στην πραγματικότητα συχνά διαπραγματεύονται με βάση άλλους επενδυτές και όχι επειδή έχουν νέες πληροφορίες. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αναποτελεσματικότητα και φούσκες που η παραδοσιακή θεωρία δεν μπορεί να εξηγήσει. Άλλο ένα σημείο της θεωρίας του Shiller είναι η διαφοροποίηση του έξυπνου χρήματος και των απλών

επενδυτών. Η λήψη αποφάσεων δεν είναι βέλτιστη, ωστόσο, σύμφωνα με τον Shiller, αυτό δεν συμβαίνει στην πράξη.

Συμπληρώνοντας το κομμάτι του Shiller, ο Heukelom (2014) παρέχει μια ολοκληρωμένη περιγραφή του πώς τα συμπεριφορικά οικονομικά και τα χρηματοοικονομικά θεμελιώθηκαν σε προσωπικό επίπεδο. Όπως ήδη σημειώθηκε, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ξεκίνησε σε μεγάλο βαθμό ως αποτέλεσμα της θεωρία προοπτικής όπως αναπτύχθηκε από τους Daniel Kahneman και Amos Tversky. Είναι ενδιαφέρον, ο Kahneman και ο Tversky ήταν και οι δύο ψυχολόγοι με καθόλου ή ελάχιστη εκπαίδευση στα κλασικά οικονομικά. Ωστόσο, η θεωρία τους αποδείχθηκε χρήσιμη για την οικονομία, επειδή προσπαθεί να μοντελοποιήσει τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι να παίρνουν πραγματικά αποφάσεις σε αντίθεση με το να βασίζονται απλώς στις στρατηγικές λήψης αποφάσεων χρησιμότητας που συνέθεσε τη χρηματοοικονομική θεωρία. Ο Heukelom σημειώνει ότι η θεωρία προοπτικής υποστηρίζει πως οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις με βάση την πιθανή αξία των κερδών και των ζημιών παρά με βάση τη χρησιμότητα.

Ο Ρίτσαρντ Θάλερ, ο οποίος ήταν ήδη θεωρητικός των οικονομικών εκείνη την εποχή, πρόσθεσε το οικονομικό κομμάτι στην χρηματοοικονομική θεωρία η οποία είναι απαραίτητη για την εφαρμογή της θεωρίας προοπτικών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Και οι τρεις αυτοί άντρες, Amos Tversky, Daniel Kahneman και Richard Thaler θεωρούνται σήμερα μεταξύ των ιδρυτών της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Μετά τη δημιουργία πολλών ιδρυμάτων και δεξαμενών σκέψης, συμπεριφορικοί ψυχολόγοι και θεωρητικοί των οικονομικών άρχισαν να ενώνουν τις δυνάμεις τους για να ερευνήσουν ανωμαλίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές συνεχίζοντας το έργο των Amos Tversky, Daniel Kahneman και Richard Thaler. Το αποτέλεσμα αυτής της έρευνας ήταν η δημιουργία του πεδίου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Σήμερα, οι ερευνητές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αμφισβητούν ακόμη και τα πιο βασικά στοιχεία από τους χρηματοοικονομικούς νόμους καθώς οι ερευνητές προσπαθούν να ανακαλύψουν πώς προκαταλαμβάνονται οι επενδυτές και πώς τα όρια του arbitrage επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών

Την τελευταία δεκαετία, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει γίνει αποδεκτή από τις ακαδημαϊκές και χρηματοοικονομικές κοινότητες ως υποπεδίο της συμπεριφορικής οικονομικής που επηρεάζεται από την οικονομική ψυχολογία. Δείχνοντας πώς, πότε και γιατί η συμπεριφορά αποκλίνει από τις ορθολογικές προσδοκίες, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική παρέχει ένα σχέδιο για να βοηθήσει όλους να λάβουν καλύτερες, πιο ορθολογικές αποφάσεις όσον αφορά τα οικονομικά τους.

### 2.3 Οι θεωρίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Όπως αναφέρεται στο Ευρετήριο Οικονομικών Όρων <sup>4</sup> «η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει αναπτύξει συγκεκριμένες θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν μεροληπτικές συμπεριφορές των επενδυτών.

Οι πιο σημαντικές από αυτές είναι:

- Αγνόηση των νόμων των πιθανοτήτων (πχ κανόνας του Bayes)
- Άρνηση παραδοχής και αντίδρασης σε εξαιρετικά δυσάρεστες ειδήσεις
- Αγελαία συμπεριφορά, όπου οι επενδυτές υιοθετούν άκριτα τις πράξεις της πλειοψηφίας
- Ευριστικοί κανόνες (heuristics) που χρησιμοποιούνται στη λήψη αποφάσεων και οι οποίοι επηρεάζονται από συντηρητισμό και μεροληψία (bias)
- Αδυναμία να δηλώσουν ξεκάθαρη προτίμηση μεταξύ δύο επενδυτικών επιλογών
- Ψευδαίσθηση ότι η αγορά αυτοδιορθώνεται
- Δυσαναλογία στην εκτίμηση κέρδους και ζημίας
- Απλοποίηση και υπεραπλούστευση των εναλλακτικών επιλογών
- Η παρουσίαση και η διατύπωση ενός προβλήματος μπορεί να επηρεάσει την απόφαση ενός επενδυτή
- Αναμονή για υψηλότερες αποδόσεις των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης
- Ψευδαίσθηση του ελέγχου, δηλαδή λανθασμένη πίστη ότι ελέγχουν καταστάσεις τις οποίες στην πραγματικότητα δεν ελέγχουν

---

<sup>4</sup> <https://euretirio.com/symperiforiki-xrimatooikonomiki/>

- Προτίμηση σε επενδύσεις, η απόδοση των οποίων δεν θα έπρεπε να τους προσελκύει με βάση ορθολογικά μοντέλα αποτίμησης
- Αποφυγή επενδύσεων όταν υπάρχει ασύμμετρη ή ελλιπής πληροφόρηση
- Φαινόμενο της βεβαιότητας
- Φαινόμενο του P/E

- 
- Φόβος μετάνοιας σε περίπτωση λάθος επενδυτικής επιλογής
  - Προτίμηση σε εταιρείες που μοιράζουν μέρισμα, αντί επανεπένδυσης των κερδών τους
  - Μεροληψία υπέρ της αξίας και της εγκυρότητας της πληροφορίας που μπορούν να ανακαλέσουν γρηγορότερα
  - Λήψεις αποφάσεων που επηρεάζονται από το μήνα, τη μέρα ή ακόμα και τα καιρικά φαινόμενα
  - Επηρεασμός της αντικειμενικής κρίσης από τα συναισθήματα του επενδυτή
  - Αξιολόγηση της πληροφορίας με τρόπο που να επιβεβαιώνει προγενέστερες προσδοκίες τους
  - Υψηλότερες απαιτήσεις για να δώσουν κάτι από όσα θα πλήρωναν για να το αγοράσουν (endowment effect)»

## 2.4 Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική έναντι της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Όσον αφορά τις οικονομικές υποθέσεις, υπάρχουν δύο σχολές σκέψης: η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία και η συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία υποθέτει ότι οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις συλλέγοντας όλα τα σχετικά δεδομένα και διαθέτουν τις δεξιότητες να επεξεργάζονται αυτές τις πληροφορίες με ορθολογικό, μη συναισθηματικό τρόπο για να καταλήξουν σε μια βέλτιστη επιλογή. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, η οποία μελετά τους ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομική συμπεριφορά αμφισβητεί τις παραδοσιακές υποθέσεις.

Οι ακαδημαϊκοί αυτού του τομέα θεωρούν ότι οι άνθρωποι παίρνουν αποφάσεις με βάση ελλιπείς πληροφορίες και ως επί το πλείστον δεν έχουν την ικανότητα να

χρησιμοποιήσουν αυτές τις πληροφορίες για να κάνουν την πιο έξυπνη επιλογή. Επιπλέον, υποστηρίζουν ότι τα συναισθήματα και οι προκαταλήψεις διαστρεβλώνουν τη λογική, οδηγώντας τους ανθρώπους να ενεργούν απρόβλεπτα και παράλογα, οδηγώντας σε κακές αποφάσεις. Η καθημερινή εμπειρία φαίνεται να υποστηρίζει τους συμπεριφοριστές. Άτομα με, κατά τα άλλα, παρόμοιες προσωπικές και οικονομικές συνθήκες μπορεί να συμπεριφέρονται πολύ διαφορετικά όταν πρόκειται να ξοδέψουν, να αποταμιεύσουν και να επενδύσουν τα χρήματά τους.

Εκτός από το ότι είναι λογικό και υπολογιστικό, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική προϋποθέτει ότι οι άνθρωποι διαθέτουν και ασκούν τον αυτοέλεγχο για να λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις που είναι προς το μακροπρόθεσμο συμφέρον τους. Αντίθετα, οι ψυχολόγοι έχουν δείξει ότι ο αυτοέλεγχος διαφέρει πολύ από άτομο σε άτομο και ότι πολλοί επηρεάζονται από κοινωνικούς και ψυχολογικούς παράγοντες που τους οδηγούν σε συμπεριφορά που είναι καταστροφική για τους πιο σημαντικούς στόχους τους.

**Γνώση έναντι πράξεων.** Δεκαετίες έρευνας της ανθρώπινης συμπεριφοράς καταδεικνύει επίσης μια αποσύνδεση μεταξύ γνώσης και συμπεριφοράς. Ακόμα κι όταν είμαστε αρκετά έξυπνοι για να ξέρουμε τι πρέπει να κάνουμε, συνήθως καταλήγουμε να κάνουμε αυτό που θέλουμε να κάνουμε. Για παράδειγμα, μελέτες σχετικά με την ετοιμότητα συνταξιοδότησης και τα επίπεδα αποταμίευσης δείχνουν ότι ενώ οι περισσότεροι ερωτηθέντες πιστεύουν ότι πρέπει να ξοδεύουν λιγότερα και να εξοικονομούν περισσότερα για το μέλλον τους, οι μακροχρόνιες έρευνες παρακολούθησης της συμπεριφοράς των ίδιων ομάδων δείχνουν ελάχιστη ή καθόλου αλλαγή στα πρότυπα αποταμίευσης.

Σε θέματα που αφορούν επενδύσεις, παρατηρείται το ίδιο χάσμα. Οι αρχές επιτυχούς επένδυσης είναι διαθέσιμες σχεδόν σε όλους. Ωστόσο, τα άτομα μπορούν να είναι ο χειρότερος εχθρός του εαυτού τους επιτρέποντας σε συναισθήματα υπερβολικής αυτοπεποίθησης, ευφορίας και πανικού να υπαγορεύονται όταν αγοράζουν και πωλούν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Συνεχίζουν επίσης να πέφτουν θύματα καταχρηστικών θέσεων πωλήσεων για το ιερό δισκοπότηρο της επένδυσης—προϊόντα χαμηλού κινδύνου και ταυτόχρονα υψηλής απόδοσης. Εδώ είναι οι τρεις βασικές διαφορές.

- Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική προϋποθέτει ότι ένας επενδυτής μπορεί να είναι λογικός που μπορεί να επεξεργαστεί όλες τις πληροφορίες αμερόληπτα. Ενώ η συμπεριφορική χρηματοοικονομική βασίζεται στην εμπειρία του πραγματικού κόσμου, η οποία δηλώνει ότι ένας επενδυτής έχει προκαταλήψεις, είναι παράλογος και τα συναισθήματά του παίζουν ρόλο στις μέτριες επενδύσεις που πραγματοποιούνται.
- Σύμφωνα με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική οι επενδυτές έχουν απεριόριστη και τέλεια γνώση και δεδομένα. Ο επενδυτής επεξεργάζεται προσεκτικά αυτές τις πληροφορίες άρα υπάρχει πλήρης ορθολογισμός. Αλλά στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, οι επενδυτές έχουν περιορισμένο ορθολογισμό. Συνεπώς, ο επενδυτής δεν επεξεργάζεται όλες τις πληροφορίες. Ανεξάρτητα από το πόσο ακριβής είναι η γνώση, οι επενδυτές εξακολουθούν να είναι βέβαιοι ότι θα κάνουν λάθος στην κρίση τους.
- Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική δηλώνει ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και μπορεί να αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της χρηματοοικονομικής αγοράς. Αυτό το επιχείρημα βασίζεται στο ίδιο το γεγονός ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική πιστεύει ότι οι επενδυτές έχουν αυτοέλεγχο. Αλλά η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρεί ότι η αγορά είναι ασταθής και γι' αυτό υπάρχουν ανωμαλίες της αγοράς. Εδώ οι επενδυτές δεν έχουν τέλειο αυτοέλεγχο, επομένως υπάρχουν περιορισμοί. Η αστάθεια της αγοράς έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο και την πτώση των τιμών των μετοχών, άρα μια ασυνεπή αγορά.

## 2.5 Η χρησιμότητα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Πέραν του ορισμού του Sewell που έχει παρατεθεί ήδη, ενδιαφέρον έχει η παράθεση ορισμένων άλλων χαρακτηριστικών ορισμών που δίνουν μια εικόνα για το πώς γίνεται αντιληπτή η συμπεριφορική χρηματοοικονομική σε ακαδημαϊκούς και μη.

*Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική χαλαρώνει τις παραδοσιακές υποθέσεις των χρηματοπιστωτικών οικονομικών ενσωματώνοντας αυτές τις παρατηρήσιμες,*

*συστηματικές και πολύ ανθρώπινες αποκλίσεις από τον ορθολογισμό σε τυποποιημένα μοντέλα χρηματοπιστωτικών αγορών. Η τάση των ανθρώπων να είναι υπερβολικά αισιόδοξα προκαλεί την πρώτη προκατάληψη στους επενδυτές και η ανθρώπινη επιθυμία να αποφευχθεί η μετάνοια προκαλεί τη δεύτερη (Barber and Odean, 1999).*

Οι Belsky και Gilovich (1999) προτιμούν να αποκαλούν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως συμπεριφορικά οικονομικά και λένε ότι η συμπεριφορική οικονομική συνδυάζει τους δίδυμους κλάδους της ψυχολογίας και της οικονομίας για να εξηγήσει γιατί και πώς οι άνθρωποι λαμβάνουν φαινομενικά παράλογες αποφάσεις όταν ξοδεύουν, επενδύουν, αποταμιεύουν και δανείζονται χρήματα.

Ο Thaler (1993) την ορίζει ως μία χρηματοοικονομική ανοιχτού μυαλού, δηλαδή τονίζει το ότι για να ερμηνευτούν κάποιες συμπεριφορές οι οποίες είναι ανεξήγητες θα πρέπει αυτοί που συμμετέχουν στην αγορά να μην δρουν απολύτως ορθολογικά.

*Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική επιδιώκει να κατανοήσει και να προβλέψει όλες τις επιπτώσεις που επιφέρουν στην ψυχολογία η λήψη των χρηματοοικονομικών αποφάσεων. ( Olsen, 1998).*

Έτσι, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να οριστεί ως ένα πεδίο χρηματοοικονομικής που προτείνει εξηγήσεις για τις ανωμαλίες του χρηματιστηρίου χρησιμοποιώντας προσδιορισμένες ψυχολογικές προκαταλήψεις, αντί να τις απορρίψει ως τυχαία αποτελέσματα σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Fama, 1998).

Η κρίση που χτύπησε όλες τις χρηματοπιστωτικές αγορές το 2008 ανέδειξε και την αδυναμία της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να μπορεί να ερμηνεύσει ορθά την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς αλλά και να ερμηνεύσει την μη ορθολογική συμπεριφορά αυτών που συμμετέχουν σε αυτήν. Πολλοί ερευνητές έχουν αποδείξει πως οι επενδυτές δεν είναι απλά μερικές φορές μη ορθολογικά αλλά είναι μη προβλέψιμα μη ορθολογικά (Ariely, 2008). Οι συνέπειες για την χρηματαγορά είναι προφανείς και η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσπαθεί να ωθήσει στην αποτίμηση των αξιογράφων με βάση την ψυχολογία των επενδυτών.



Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας νέος τομέας που αναπτύχθηκε πιο πολύ έπειτα από το έτος 1986. Όμως δέχεται κριτική σχετικά με την έλλειψη ενός ενιαίου θεωρητικού πλαισίου. Βέβαια αυτό δεν είναι αρκετό ώστε να αμφισβητηθεί ο ρόλος της ψυχολογίας σχετικά με την κατανόηση των αποφάσεων των μεμονωμένων επενδυτών, των διαχειριστών των χαρτοφυλακίων και των διοικήσεων των επιχειρήσεων αλλά και συνολικά των αγορών.

Αν και η χρηματοοικονομική ως επιστήμη ανήκει στις κοινωνικές επιστήμες, η επιστημονική έρευνα στον χώρο της χρηματοοικονομικής πριν η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναπτυχθεί, δεν χρησιμοποιούσε την εξέταση της διαδικασίας της λήψης των αποφάσεων από μεμονωμένα άτομα, την οποία και διαχειρίζονταν ως ένα «μαύρο κουτί». ( Olsen , 1998).

Τα όποια προβλήματα παρατηρούνται στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία πηγάζουν μέσα από την προσπάθειά της να περιγραφούν οι καλύτερες επενδυτικές επιλογές αλλά και τις επενδυτικές επιλογές που πραγματικά λαμβάνονται. ( De Bondt & Thaler, 1995). Κατά καιρούς στα πλαίσια της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής έχουν αναπτυχθεί πολλά υποδείγματα, όμως δεν αποτελούν και τα πιο ορθά περιγραφικά υποδείγματα της συμπεριφοράς των επενδυτών και αυτό διότι οι επενδυτές δεν έχουν πάντα την αναμενόμενη συμπεριφορά. Ως εκ τούτου συνετό θα ήταν να διατηρηθεί η παραδοσιακή θεωρία αλλά και να αναπτυχθούν υποδείγματα τα οποία να περιγράφουν την πραγματική συμπεριφορά των χρηματαγορών.

Επιπλέον να αναφέρουμε πως η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δύναται να καλύψει το κενό το οποίο έχει παρατηρηθεί να υπάρχει ανάμεσα στην θεωρία και την πράξη , όμως αυτό δεν σημαίνει πως θα απορρίψει στον σύνολό της στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία. Αυτό σημαίνει πως δεν μπορεί να οριστεί η ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών, δηλαδή ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές θα πρέπει να συμπεριφέρονται, αλλά απλά βοηθάει να κατανοηθούν και όσο γίνεται να προβλεφθούν οι επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών στην λήψη των αποφάσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές. (Olsen, 1998).

Μέσα από την συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζεται ότι οι αγορές βραχυπρόθεσμα δεν είναι αποτελεσματικές και ως εκ τούτου υπάρχει η πιθανότητα να δοθούν λάθος αποτιμήσεις. Επίσης υποστηρίζει πως μακροπρόθεσμα οι τιμές δύναται

να επιστρέψουν στις θεμελιώδεις αξίες τους , αν και μπορεί για να συμβεί αυτό να χρειαστεί πολύς χρόνος. Οι επενδυτές λοιπόν θα πρέπει να είναι προσεκτικοί στις αποτιμήσεις τους και τις εκτιμήσεις τους σχετικά με την μελλοντική πορεία των τιμών, και αυτό διότι η διόρθωση των τιμών μπορεί να πάρει ένα μεγάλο χρονικό διάστημα και συνεπώς να αυξάνεται ακόμη πιο πολύ η απόκλιση ανάμεσα στην θεωρητικά ορθή και την πραγματική τιμή των αξιογράφων.

Ο κύριος λόγος για τον οποίο η έρευνα στα οικονομικά δεν άρχισε επί των συμπεριφορικών υποδειγμάτων ήταν το γεγονός πως είναι πιο δύσκολο να διατυπωθούν και να κατανοηθούν συγκριτικά με τα παραδοσιακά υποδείγματα.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική επιδιώκει να εντοπίσει και να ερμηνεύσει τις συναισθηματικές διαδικασίες οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν την διαδικασία της λήψης των επενδυτικών αποφάσεων με βάση την ανθρώπινη φύση των επενδυτών και συνεπώς τα ευρήματα της έρευνας από την συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι εργαλεία πολύ χρήσιμα για να βελτιωθούν οι επενδυτικές επιλογές.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να:

- Εντοπίζει αλλά και να ερμηνεύει πολλά από τα σφάλματα της συμπεριφοράς των επενδυτών κατά την διαδικασία της λήψης των αποφάσεων
- Εντοπίζει και προσδιορίζει όλες τις αρνητικές επιπτώσεις των σφαλμάτων σχετικά με τον πλούτο των νοικοκυριών,
- Εκπαιδεύει τους επενδυτές ώστε να μπορούν να αποφεύγουν τα σφάλματα και να επίσης προτείνει και συγκεκριμένες στρατηγικές κατανόησης και ελαχιστοποίησης όλων των αρνητικών επιπτώσεών τους.

Επομένως τα ευρήματα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μπορεί να αποδειχθούν εξαιρετικά χρήσιμα τόσο για τους ιδιώτες επενδυτές όσο και για τους επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού κλάδου. Για παράδειγμα, η κατανόηση της επενδυτικής συμπεριφοράς κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων είναι εξαιρετικά χρήσιμη για τους μεμονωμένους επενδυτές, αλλά και τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους, τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων

και Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τα ασφαλιστικά ταμεία, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς και για το σύνολο της αγοράς (χρηματιστηριακή αγορά, αγορά ομολόγων, συναλλάγματος, εμπορευμάτων, παραγώγων, ακινήτων κ.λπ.) και των σχετικών εποπτικών αρχών που φροντίζουν για τη σταθερότητα και την αποτελεσματική λειτουργία τους συστήματος.

Η πολυπλοκότητα της λειτουργίας του παγκοσμιοποιημένου χρηματοοικονομικού συστήματος και του συνόλου των παραγόντων που επηρεάζουν τις αγορές, αλλά και η ίδια η ανθρώπινη φύση, οδηγούν τους επενδυτές σε αλληπάλληλα σφάλματα, τα οποία πολλές φορές οδηγούν σε σημαντικές απώλειες. Ασφαλώς, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν μπορεί να προτείνει τρόπους συστηματικής εκμετάλλευσης της αναποτελεσματικότητας της αγοράς, αλλά μπορεί να βοηθήσει στον εντοπισμό σημαντικών αποκλίσεων και υπερβολών στην αγορά (π.χ. φούσκες – bubbles) που αποδίδονται, ως επί το πλείστον, στο συναίσθημα και σε συμπεριφορικά σφάλματα.

## **2.6 Η κριτική που ασκήθηκε στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική**

Παρά το γεγονός ότι υπάρχει πλούσιο ερευνητικό έργο και η συμπεριφορική χρηματοοικονομική τυγχάνει ευρείας αποδοχής, υπάρχουν και πολλοί επικριτές. Αυτοί υποστηρίζουν πως η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι μία καταγραφή των μη ομαλών διαδικασιών που παρατηρούνται στην χρηματαγορά, και αυτές οι διαδικασίες ίσως να οφείλονται σε τυχαίους παράγοντες. Η εμπειρική έρευνα έχει αποδείξει πως οι επενδυτές είναι συστηματικά μη ορθολογικοί και συνεπώς η συμπεριφορά τους έχει την δύναμη να επηρεάζει και την πορεία των αγορών αλλά με τρόπο ο οποίος δεν περιγράφεται από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική.

Η πιο σημαντική ένσταση επί της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι πως τα συμπεριφορικά υποδείγματα ως συνήθως σχεδιάζονται εκ των υστέρων με σκοπό απλά να δώσουν ερμηνεία στις παρατηρούμενες συμπεριφορές και πως οι ψυχολογικές προκαταλήψεις οι οποίες καταγράφονται είναι αυθαίρετες. (Hirshleifer, 2001). Τα συμπεριφορικά υποδείγματα βασίζονται κυρίως στην πραγματική συμπεριφορά αυτών που συμμετέχουν στις αγορές και επίσης ερμηνεύουν και καλύτερα την συμπεριφορά

των επενδυτών σε σύγκριση με τα παραδοσιακά υποδείγματα τα οποία δεν μελετούν την επίδραση της ψυχολογίας.

Μία ακόμη κριτική είναι επί της εμπειρικής έρευνας των συμπεριφοριστών, οι οποίοι συνηθίζουν να αναζητούν τις αποκλίσεις από τα ορθολογικά πρότυπα εκτιμώντας τις πολυάριθμες παλινδρομήσεις και συνεπώς εντοπίζουν ανάμεσά τους αρκετές αποκλίσεις. Τα εμπειρικά ευρήματα αυτά έχουν επιβεβαιωθεί διαχρονικά.

Μερικοί<sup>5</sup> από τους βασικούς περιορισμούς της αναφέρονται στην συνέχεια:

---

**Δεν παρέχει εναλλακτικές λύσεις:** Δεν υπάρχουν προτάσεις από τη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Δεν υπάρχει τίποτα που να μπορεί να δοκιμαστεί εμπειρικά για να διατυπωθεί μια νέα θεωρία. Οι επενδυτές στην πραγματικότητα δεν μπορούν να βασίζονται στη χρηματοοικονομική συμπεριφοράς. Αυτό οφείλεται στο ότι οι επενδύσεις δεν μπορούν να γίνουν με βάση τις επικρίσεις. Εν ολίγοις, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, εξηγεί μεν όλα όσα είναι λάθος με την παραδοσιακή θεωρία χωρίς ωστόσο, δεν παρέχει κάποια εναλλακτική λύση

**Μειώνει την εμπιστοσύνη:** Ένα άλλο μεγάλο πρόβλημα με τη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι ότι μειώνει δραστικά την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Αφού διάβασαν αυτές τις θεωρίες, πολλοί επενδυτές ανέφεραν ότι αντιμετωπίζουν δυσκολίες κατά τη λήψη αποφάσεων. Αυτό οφείλεται στο ότι οι επενδυτές αρχίζουν να αμφισβητούν τον εαυτό τους. Όλα όσα πίστευαν νωρίτερα τώρα αρχίζουν να μοιάζουν με προκατάληψη. Ως εκ τούτου, δεν είναι πραγματικά σίγουροι και δεν μπορούν να είναι αποφασιστικοί σε δεδομένη κρίσιμη στιγμή.

**Αντιφατικά συμπεράσματα:** Πολλές φορές τα συμπεράσματα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής καταλήγουν να μπερδεύουν τους επενδυτές. Για παράδειγμα μερικές φορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές είναι αντίθετοι με τον κίνδυνο, ταυτόχρονα θεωρώντας ότι οι επενδυτές είναι υπερβολικά έμπιστοι. Προς

---

<sup>5</sup> <https://www.managementstudyguide.com/behavioral-finance-limitations.htm>

υπεράσπισή της προβάλλεται το επιχείρημα σας ότι ο ίδιος επενδυτής συμπεριφέρεται διαφορετικά υπό διαφορετικές συνθήκες. Ωστόσο, είναι εξαιρετικά απίθανο το ίδιο άτομο να είναι αντίθετο προς τον κίνδυνο καθώς και να αναζητά τον κίνδυνο ταυτόχρονα. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την ψυχολογία καθώς και την κοινή λογική.

**Δεν ισχύει για τους θεσμικούς επενδυτές:** Οι περισσότερες από τις προκαταλήψεις που αναφέρονται στη συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής ισχύουν μόνο για μεμονωμένους επενδυτές. Ως εκ τούτου, θα ίσχυαν για την αγορά στο σύνολό της εάν ολόκληρη η αγορά λειτουργούσε μόνο με αυτούς. Ωστόσο, η πραγματικότητα είναι ότι οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν την πλειοψηφία της επενδυτικής κοινότητας. Δεν αντιμετωπίζουν τις περισσότερες από τις ατομικές προκαταλήψεις, καθώς επενδύουν τα χρήματα άλλων ανθρώπων. Η θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι σε θέση να εξηγήσει την παράλογη συμπεριφορά μεμονωμένων επενδυτών.

Ωστόσο, δεν είναι σε θέση να εξηγήσει την παράλογη συμπεριφορά των ιδρυμάτων.

**Αγνοεί τον αντίκτυπο της κοινωνικής κατάστασης:** Υπάρχουν ορισμένες επενδύσεις που πραγματοποιούνται αποκλειστικά από την άποψη της βελτίωσης της κοινωνικής θέσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονται για τον οικονομικό αντίκτυπο τέτοιων επενδύσεων. Οι περισσότερες επενδύσεις σε ακίνητα εμπίπτουν σε αυτή την κατηγορία. Οι άνθρωποι αγοράζουν ακριβά ακίνητα επειδή τους δίνει κοινωνική θέση.

**Αγνοεί την Αξία των Συναισθημάτων:** Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρεί τα συναισθήματα ως προκαταλήψεις. Με άλλα λόγια, θεωρεί τα συναισθήματα ως γνωστικά προβλήματα που πρέπει να διορθωθούν μακροπρόθεσμα. Ωστόσο, στην πραγματικότητα, αυτό δεν συμβαίνει. Τα συναισθήματα είναι φίλοι των ανθρώπων εδώ και πολύ καιρό. Τα συναισθήματα έχουν οδηγήσει τους ανθρώπους μακριά από το χάος και τον κίνδυνο. Μπορούν να είναι πολύ χρήσιμα κατά καιρούς. Οι επενδυτές θα πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι δεν χρειάζεται να εγκαταλείψουν τα συναισθήματά τους. Αντίθετα, θα πρέπει να προσπαθήσουν να τα βελτιστοποιήσουν, δηλαδή να τα λάβουν υπόψη τους, αλλά να παίρνουν την τελική απόφαση με ψύχραιμο και λογικό τρόπο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: Κατανόηση της οικονομικής συμπεριφοράς και της οικονομικής ψυχολογίας

### 3.1 Κατανόηση της οικονομικής και χρηματοοικονομικής ευρετικής

Η κατανόηση της οικονομικής συμπεριφοράς και της οικονομικής ψυχολογίας είναι ένα πεδίο μελέτης που ονομάζεται συμπεριφορικά οικονομικά. Αντικείμενό της είναι η διερεύνηση γιατί οι άνθρωποι μερικές φορές παίρνουν συναισθηματικές και όχι λογικές αποφάσεις και γιατί η συμπεριφορά τους δεν ακολουθεί τις προβλέψεις των αποδεκτών οικονομικών μοντέλων, χρησιμοποιώντας σαν εργαλεία την ψυχολογία και τα οικονομικά. Αναζητά απαντήσεις σε ερωτήσεις όπως γιατί ακόμη και έμπειροι επενδυτές αγοράζουν πολύ αργά και πωλούν πολύ σύντομα ή γιατί κάποιος δεν χρησιμοποιεί τον λογαριασμό ταμειυτηρίου του για να βοηθήσει στην εξόφληση του τεράστιου χρέους πιστωτικών καρτών. Μελετά ακόμη και ανωμαλίες όπως τα μικρά αλλά μετρήσιμα πλεονεκτήματα που έχουν οι εταιρείες στην αγορά εάν οι συντομογραφίες των μετοχών τους είναι πρώτες στο αλφάβητο ή η επίδραση του καιρού στις τιμές των μετοχών.

Η συμπεριφορική οικονομική έχει επίσης εντοπίσει ότι τα συστηματικά λάθη και οι προκαταλήψεις επανεμφανίζονται προβλέψιμα σε ορισμένες περιπτώσεις, προσφέροντας ένα πλαίσιο για την κατανόηση πότε και πώς οι άνθρωποι κάνουν λάθη. Υπάρχουν δύο τύποι ανθρώπινης συμπεριφοράς που επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τα συμπεριφορικά οικονομικά: οι ευρετικές και οι προκαταλήψεις.

Οι ευρετικές είναι συντομεύσεις που δημιουργεί ο εγκέφαλος σε μια προσπάθεια απλοποίησης της διαδικασίας λήψης αποφάσεων και είναι όλο και πιο διαδεδομένες στη σημερινή κοινωνία που όλα γίνονται με γρήγορους ρυθμούς. Αυτές οι συντομεύσεις μπορεί να κυμαίνονται από το να είναι έμφυτες διαδικασίες που ο επενδυτής μπορεί να αγνοεί ότι χρησιμοποιεί μέχρι τους συνειδητά επιλεγμένους κανόνες για να βοηθηθεί στη λήψη αποφάσεων. Ακόμη οι επενδυτές μπορούν να κάνουν το λάθος να κλειδώνουν εύκολα σε ορισμένες συνήθειες και να βασίζονται σε αυτές χωρίς να το σκέφτονται πολύ (Hirshleifer, 2015). Πολλοί ερευνητές έχουν παρατηρήσει ότι οι προηγούμενες εμπειρίες μπορούν να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις των επενδυτών και πολλές φορές αυτές οι προηγούμενες επιρροές

μπορούν ασυνείδητα να παρεισφρήσουν στη στρατηγική ενός επενδυτή με το να γίνουν ευρετικές.

Υπάρχουν πολλά πρακτικά οφέλη από τη χρήση ευρετικής καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής του ανθρώπου, αλλά στον κόσμο της χρηματοοικονομικής και των επενδύσεων μπορούν να έχουν δυσμενείς συνέπειες. Οι Thaler και Shefrin (1981) ανακάλυψαν μια από τις πρώτες ευρετικές όταν παρατήρησαν ότι οι περισσότεροι άνθρωποι καταναλώνουν αυτόματα μόνο από τα μερίσματα και τους τόκους τους, αντί για το κεφάλαιο μιας επένδυσης. Σε μια προσπάθεια να εξοικονομήσει χρόνο και άγχος στον εγκέφαλο, ένας επενδυτής απλά θα χρησιμοποιήσει αυτόν τον κανόνα για το ποια επένδυση θα ρευστοποιήσει και θα αποσυρθεί, χωρίς να σκεφτεί όλες τις επιλογές που παίζουν μέσω μιας αναλυτικής προσέγγισης. Οι Shefrin και Statman (1984) το είδαν αυτό ως εξήγηση για τον λόγο ότι πολλοί επενδυτές προτιμούν επενδύσεις με μερίσματα μετρητών. Η κύρια αιτία αυτής της συμπεριφοράς μπορεί να εντοπιστεί πίσω από την ευρετική τους.

Επί του παρόντος, οι αναλυτές συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής έχουν εντοπίσει αρκετές συγκεκριμένες ευρετικές προκαταλήψεις στις οποίες πέφτουν οι επενδυτές. Οι Andersson, Hedesstrom και Garling (2014) βρήκαν στοιχεία που υποστηρίζουν τη συναινετική ευρετική, στην οποία ένας επενδυτής πιστεύει ότι «η πλειοψηφία έχει πάντα δίκιο». Αυτή η κοντόφθαλμη πεποίθηση μπορεί να αναγκάσει έναν επενδυτή να πέσει στην παγίδα της αγέλης, η οποία θα συζητηθεί παρακάτω. Οι Samuelson και Zeckhauser (1988) έφεραν στο φως την προκατάληψη του status quo, στην οποία ένας επενδυτής απλώς θα προτιμήσει την προεπιλεγμένη επιλογή μέσα από μια λίστα διαφορετικών επιλογών. Οι επενδυτές ενδέχεται να υπερεκτείνουν τις προηγούμενες επενδυτικές επιδόσεις τους στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων όπως έδειξαν οι Choi, Laibson και Madrian (2009). Αυτό κάνει τον επενδυτή να καθυστερεί τον εαυτό το ότι η προηγούμενη επενδυτική του επιτυχία απλά θα συνεχιστεί στις τρέχουσες επενδυτικές του αποφάσεις.

Ο Hirshleifer (2015) έδειξε επίσης ότι οι επαγγελματίες μπορούν ακόμη και να είναι επιρρεπείς στη χρήση ευρετικής. Ένα διαδεδομένο παράδειγμα στο οποίο βασίστηκε ήταν ένας οικονομικός διευθυντής που χρησιμοποιούσε μια αφελή προσέγγιση προϋπολογισμού κεφαλαίου, όπως το κριτήριο της αποπληρωμής και ένα ενιαίο

προεξοφλητικό επιτόκιο, συγκρίνοντας δύο πολύ διαφορετικά έργα που ανέλαβε η εταιρεία.

Ο καθένας μπορεί να είναι επιρρεπής σε διαφορετικές ευρετικές που ακούσια χρησιμοποιεί, και όταν τις συνειδητοποιήσει μπορεί να πάρει καλύτερες και ακριβέστερες επενδυτικές αποφάσεις. Όχι μόνο αυτό, αλλά οι άνθρωποι μπορούν επίσης να μάθουν ποια ευρετικά είναι αξιόπιστα. Στα χρηματοοικονομικά, ορισμένα ευρετικά, όπως ο κανόνας αποταμίευσης 10%, ο λόγος αντικατάστασης 70% στον κανόνα συνταξιοδότησης και η στρατηγική «κόστος ανά χρήση» για τη λήψη αποφάσεων αγοράς είναι αποτελεσματικά.

### **3.2 Κατανόηση των συμπεριφορικών χρηματοοικονομικών προκαταλήψεων**

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσφέρει εξηγήσεις για ανωμαλίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές χρησιμοποιώντας καλά προσδιορισμένες ψυχολογικές προκαταλήψεις, καθώς οι επενδυτές μπορεί συχνά να έχουν την τάση να κλίνουν προς ορισμένους τύπους συμπεριφορών, οδηγώντας τους σε γνωστικά λάθη. Σύμφωνα με τους Barber και Odean (2001), η συμπεριφορική χρηματοοικονομική «χαλαρώνει τις παραδοσιακές υποθέσεις της χρηματοπιστωτικών οικονομικών ενσωματώνοντας αυτές τις παρατηρήσιμες, συστηματικές και πολύ ανθρώπινες διαφοροποιήσεις από τον ορθολογισμό σε τυποποιημένα μοντέλα χρηματοπιστωτικών αγορών». Όταν η οικονομική και χρηματοοικονομική ευρετική οδηγεί σε ανακριβείς κρίσεις και πεποιθήσεις, το αποτέλεσμα είναι γνωστικές προκαταλήψεις. Πιστεύουν ότι οι επενδυτές αντιμετωπίζουν δύο βασικές προκαταλήψεις – την τάση των ανθρώπων να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση και την επιθυμία τους να αποφύγουν τη λύπη

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση και η αποστροφή λύπης δεν είναι οι μόνες σημαντικές και παρούσες προκαταλήψεις. Η ψυχολογική και συμπεριφορική έρευνα διακρίνει ένα ευρύ φάσμα συγκεκριμένων προκαταλήψεων και πρόσφατα έργα και μελέτες στη συμπεριφορική χρηματοοικονομικής έχουν εντοπίσει πάνω από πενήντα από αυτές σε ατομική συμπεριφορά επενδυτών σε διάφορες καταστάσεις και πλαίσια. Μερικοί μελετητές δεν κάνουν διάκριση μεταξύ προκαταλήψεων και ευρετικής και



χρησιμοποιούν τους όρους εναλλακτικά, μερικοί διακρίνουν και αποκαλούν προκαταλήψεις "πεποιθήσεις, κρίσεις ή προτιμήσεις", και άλλοι προσπαθούν να κατηγοριοποιήσουν ουσιαστικά τις προκαταλήψεις σε ένα πλαίσιο, για παράδειγμα κατά μήκος γνωστικών ή συναισθηματικών γραμμών. Ο Pomrian (2006) υποστηρίζει ότι ενώ μια τέτοια ταξινόμια μπορεί να είναι χρήσιμη, δεν έχει δημιουργηθεί ενιαία υποκείμενη θεωρία για το γιατί η συμπεριφορά μας συχνά υπόκειται σε προκαταλήψεις. Ως εκ τούτου, αντί για μια ενιαία καθολική θεωρία της λήψης αποφάσεων και της συμπεριφοράς των επενδυτών, η έρευνα στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική πρέπει να βασίζεται σε μια ευρεία συλλογή εμπειρικών στοιχείων που δείχνουν την «αναποτελεσματικότητα της ανθρώπινης λήψης αποφάσεων σε διάφορες οικονομικές συνθήκες λήψης αποφάσεων». Ωστόσο, παρά την έλλειψη μιας καθολικής θεωρίας που να εξηγεί γιατί λειτουργούμε με προκατάληψη, η απλή συνειδητοποίηση ότι μπορεί να τείνουμε να το κάνουμε και πώς είναι ένα σημαντικό βήμα προς την αντιμετώπιση αυτών των φυσικών αλλά μερικές φορές επιβλαβών τάσεων. Ας εξετάσουμε λοιπόν λεπτομερέστερα τις σημαντικότερες προκαταλήψεις.

Ο Hirshleifer (2015) συνόψισε ότι υπάρχουν πολλά οφέλη για έναν επενδυτή εάν συνειδητοποιήσει τα δικά του συναισθηματικά και ιδίως αν έχει κλίση στις επενδύσεις και αντίθετα αν είναι σκόπιμος στις προσπάθειές του να λάβει αποφάσεις που θα μελετήσει πιο αναλυτικά αντί να αφήσει τα συναισθήματά του να πάρουν λόγο στη διαδικασία. Προκειμένου ένας επενδυτής για να κεφαλαιοποιήσει πλήρως αυτή την αναλυτική διαδικασία λήψης αποφάσεων, πρέπει να γνωρίζει όλες τις διαφορετικές παγίδες που μπορεί να έχει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική με συναισθήματα και προκαταλήψεις για τις επενδυτικές αποφάσεις κάποιου.

### **3.3 Οι συμπεριφορικές οικονομικές παγίδες**

Ο Adam Smith προέβη στην πρώτη ανακάλυψη βασικών ψυχολογικών εννοιών όπως η απώλεια, η αποστροφή και υπερβολική αυτοπεποίθηση. Από την αρχική ανακάλυψη του Smith, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει εξελιχθεί ριζικά και έχει δημιουργηθεί ένα πλαίσιο για την ταξινόμηση των προβλέψιμων λαθών των επενδυτών.

Πέντε από τις σημαντικότερες παγίδες στις οποίες μπορούν να πέσουν οι επενδυτές περιλαμβάνουν:

- Νοητική λογιστική
- υπερβολική αυτοπεποίθηση
- πλάνη του τζογαδόρου - αντιπροσωπευτικότητα
- γνωστική δυσαρέσκεια.

**Η νοητική λογιστική (mental accounting).** Προτάθηκε<sup>6</sup> από τον Richard Thaler (1980), και περιγράφει την τάση των ανθρώπων να κωδικοποιούν, να κατηγοριοποιούν και να αξιολογούν τα οικονομικά αποτελέσματα ομαδοποιώντας τα περιουσιακά τους στοιχεία σε οποιονδήποτε αριθμό μη εμπορεύσιμων (μη εναλλάξιμων) διανοητικών λογαριασμών. Ένα εντελώς λογικό άτομο δεν θα υπέκυπτε ποτέ σε αυτό το είδος ψυχολογικής διαδικασίας επειδή η διανοητική λογιστική αναγκάζει τους ανθρώπους να κάνουν το παράλογο βήμα της διαφορετικής μεταχείρισης διαφόρων χρηματικών ποσών με βάση το πού αυτά τα ποσά είναι διανοητικά κατηγοριοποιημένα, για παράδειγμα, ο τρόπος με τον οποίο αποκτήθηκε ένα συγκεκριμένο ποσό (εργασία, κληρονομιά, τυχερά παιχνίδια, μπόνους κ.λπ.) ή η φύση της σκοπούμενης χρήσης των χρημάτων (αναψυχή, είδη πρώτης ανάγκης κ.λπ.). Η έννοια της πλαισίωσης είναι σημαντική στην ανάλυση της νοητικής λογιστικής. Στην πλαισίωση, οι άνθρωποι αλλάζουν τις προοπτικές τους για τα χρήματα και τις επενδύσεις ανάλογα με τις γύρω συνθήκες που αντιμετωπίζουν. Μερικά από τα λάθη που μπορεί να προκύψουν από την νοητική λογιστική είναι:

1. Μπορεί να κάνει τους ανθρώπους να φανταστούν ότι οι επενδύσεις τους καταλαμβάνουν ξεχωριστούς "κουβάδες" ή λογαριασμούς. Αυτές οι κατηγορίες μπορεί να περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, αποταμιεύσεις για τις σπουδές των παιδιών τους ή τα χρήματα για τα γηρατειά τους. Ωστόσο, η πρόβλεψη διακριτών λογαριασμών που αντιστοιχούν σε οικονομικούς στόχους μπορεί να αναγκάσει τους επενδυτές να παραμελούν θέσεις που αντισταθμίζουν ή συσχετίζουν μεταξύ λογαριασμών. Αυτό

---

<sup>6</sup> Στηριγμένο στο Pomplian 2006

μπορεί να οδηγήσει το συνολικό χαρτοφυλάκιο τους να έχει χαμηλότερες επιδόσεις από αυτές που θα μπορούσε να έχει.

2. Μπορεί να αναγκάσει τους επενδυτές να διακρίνουν παράλογα μεταξύ των αποδόσεων που προέρχονται από το εισόδημα και εκείνων που προέρχονται από την

---

υπεραξία κεφαλαίου. Πολλοί άνθρωποι αισθάνονται την ανάγκη να διατηρήσουν τα ποσά κεφαλαίου (δηλ. κεφάλαιο) και προτιμούν να δαπανούν τόκους. Ως αποτέλεσμα, ορισμένοι επενδυτές κυνηγούν εισοδηματικές ροές και μπορούν άθελά τους να διαβρώσουν το κεφάλαιο στη διαδικασία.

3. Στο ίδιο πνεύμα με την προκατάληψη της αγκύρωσης μπορεί να αναγκάσει τους επενδυτές να υποκύψουν στο φαινόμενο του «χρήματος του σπιτιού», όπου η συμπεριφορά ανάληψης κινδύνων κλιμακώνεται καθώς αυξάνεται ο πλούτος. Οι επενδυτές που επιδεικνύουν αυτή τη λογική συμπεριφέρονται παράλογα επειδή αποτυγχάνουν να αντιμετωπίσουν όλα τα χρήματα ως ανταλλάξιμα. Μια τέτοια μεροληπτική λήψη οικονομικών αποφάσεων μπορεί να θέσει σε κίνδυνο ένα χαρτοφυλάκιο.

4. Μπορεί να κάνει τους επενδυτές να διστάσουν να πουλήσουν επενδύσεις που κάποτε παρήγαγαν σημαντικά κέρδη αλλά, με την πάροδο του χρόνου, έχουν μειωθεί σε τιμές. Κατά τη διάρκεια της ανοδικής πορείας της αγοράς της δεκαετία του 1990, οι επενδυτές εξοικειώθηκαν με υγιή, μη πραγματοποιηθέντα κέρδη. Όταν έγινε διόρθωση της αγοράς και οι καθαρές θέσεις τους μειώθηκαν, οι περισσότεροι επενδυτές δίστασαν να πουλήσουν τις θέσεις τους στο τότε μικρότερο περιθώριο κέρδους. Πολλοί σήμερα εξακολουθούν να λυπούνται που δεν αποκομίζουν κέρδη όταν μπορούσαν. Μια σειρά από επενδύσεις στις οποίες οι άνθρωποι προσκολλήθηκαν μετά την έκρηξη της δεκαετία του 1990 έχουν γίνει σχεδόν άχρηστες.

**Υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence).** Ένα άλλο ψυχολογικό λάθος που επιδεικνύουν συχνά οι επενδυτές είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση ως προς επενδυτικές στρατηγικές τους και τις προβλέψεις που κανουν για την πορεία της αγοράς.

Είναι μια προκατάληψη που συνεπάγεται την υπερεκτίμηση των γνώσεων, των δεξιοτήτων και της ικανότητάς του να ελέγχει μια κατάσταση και την υποεκτίμηση των κινδύνων της κατάστασης αυτής. Ο Pomrian (2006) το περιγράφει ως «αδικαιολόγητη πίστη στη διαισθητική συλλογιστική, τις κρίσεις και τις γνωστικές ικανότητες κάποιου». Η έρευνα δείχνει ότι οι άνθρωποι είναι γενικά κακοί στην εκτίμηση των πιθανοτήτων, αποτυγχάνουν να κατανοήσουν τις ικανότητές τους και τα όρια των γνώσεών τους, και τείνουν να σκέφτονται ότι είναι εξυπνότεροι και καλύτερα ενημερωμένοι από ό, τι είναι στην πραγματικότητα, οδηγώντας σε ενέργειες που βασίζονται σε ελαττωματικές υποθέσεις. Μια γενική υπερβολική εκτίμηση των ικανοτήτων τους αποτελεί κοινό χαρακτηριστικό για τους επενδυτές κατά την επιλογή επενδύσεων και την απόφαση να εισέλθουν ή να εξέλθουν από μια θέση. Η επιλογή συγκεκριμένων μετοχών φαίνεται να παρουσιάζει τη μεγαλύτερη υπερβολική αυτοπεποίθηση στους επενδυτές. Η έρευνα δείχνει επίσης ότι οι άνδρες είναι έχουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση από τις γυναίκες. Σε μια μελέτη της συμπεριφοράς των επενδυτών σε σχέση με το φύλο μεταξύ 1991 και 1997, οι Barber και Odean (2001) δοκίμασαν την υπόθεση ότι οι επενδυτές με την μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση συναλλάσσονται υπερβολικά (και θα πρέπει να παρουσιάζουν χειρότερα αποτελέσματα) και διαπίστωσαν ότι οι άνδρες διαπραγματεύονταν 45% περισσότερο από τις γυναίκες και ότι ενώ οι αποδόσεις των γυναικών μειώθηκαν κατά 1,72% κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, στους άνδρες μειώθηκαν κατά 2,5%, επιβεβαίωση της συσχέτισης της υπερβολικής αυτοπεποίθησης, των υπερβολικών συναλλαγών και των επιδεινωμένων αποτελεσμάτων. Οι Barberis και Thaler (2003) πραγματοποίησαν μια μελέτη με την οποία προσπάθησαν να καταλάβουν γιατί οι άνθρωποι ήταν τόσο σίγουροι για αβέβαια γεγονότα. Βρήκαν πως σε ορισμένα γεγονότα που οι άνθρωποι πιστεύουν ότι θα συμβούν στο 98% των περιπτώσεων καταλήγουν να συμβαίνουν μόνο στο 60%. Επίσης, γεγονότα που οι άνθρωποι είναι πρακτικά βέβαιο ότι θα δεν συμβαίνουν στην πραγματικότητα καταλήγουν να συμβαίνουν στο 20% του χρόνου.

**Αντιπροσωπευτικότητα (representativeness).** Οι Gilovich et al (1983) ορίζουν την αντιπροσωπευτικότητα ως «αξιολόγηση του βαθμού αντιστοιχίας μεταξύ δείγματος και πληθυσμού, μιας περίπτωσης και μιας κατηγορίας, μιας πράξης και ενός ενεργούντος ή, γενικότερα, μεταξύ ενός αποτελέσματος και ενός μοντέλου».

Η αντιπροσωπευτικότητα αφορά τον προσδιορισμό των πιθανοτήτων υπό όρους. Χρησιμοποιώντας την ευρετική προσδιορίζεται η πιθανότητα ότι ένα αντικείμενο ή συμβάν A ανήκει σε μια κλάση ή διαδικασία B. Η αντιπροσωπευτικότητα λέγεται ότι χρησιμοποιείται συνήθως, ενώ γίνεται κρίση υπό αβεβαιότητα, όταν οι άνθρωποι καλούνται να κρίνουν την πιθανότητα ότι το A ανήκει στον B (Kahneman και Tversky 1983). Στην περίπτωση που τα A και B περιγράφονται με τους ίδιους όρους, η αντιπροσωπευτικότητα μπορεί να μειωθεί σε «ομοιότητα» (Tversky και Kahneman, 1981; O'Hagan et al, 2006).

Η αντιπροσωπευτικότητα είναι κρίση που βασίζεται σε στερεότυπα υπερβολικής εξάρτησης. Οι πρόσφατες επιτυχίες των επενδυτών, δημιουργούν την εντύπωση ότι θα συνεχιστούν και στο μέλλον. Η τάση των αποφάσεων των επενδυτών να λαμβάνουν με βάση τις εμπειρίες είναι γνωστή ως στερεότυπο (Shefrin, 2000). Ο Ritter (1991) σημείωσε μια άλλη ενδιαφέρουσα συνέπεια της κρίσης από την μεροληψία αντιπροσωπευτικότητας, όπου αποδίδει την μακροπρόθεσμη υποαπόδοση των αρχικών εκδόσεων μετοχών στον βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό των επενδυτών. Αυτό έχει πολλές επιπτώσεις στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Κατά την πραγματοποίηση επενδύσεων, τα άτομα τείνουν να αποδίδουν τα καλά χαρακτηριστικά μιας εταιρείας απευθείας στο καλά χαρακτηριστικά των μετοχών της. Οι εταιρείες αυτές αποδεικνύεται ότι είναι κακές επενδύσεις τις περισσότερες φορές (Lakonishok et al, 1994).

**Γνωστική δυσαρέσκεια (cognitive dissonance).** "Η γνωστική δυσαρέσκεια είναι η ψυχική σύγκρουση που βιώνουν οι άνθρωποι όταν αντιμετωπίζουν αποδείξεις ότι οι πεποιθήσεις ή οι υποθέσεις τους είναι λανθασμένες." (Montier, 2002). Όταν ένας επενδυτής αντιμετωπίζει μια κατάσταση όπου πρέπει να επιλέξει μεταξύ δύο εναλλακτικών λύσεων, είναι πιθανό να ακολουθήσει κάποια σύγκρουση μετά τη λήψη απόφασης. Οι αρνητικές πτυχές της εναλλακτικής λύσης που επέλεξε είναι πιθανό να είναι εμφανείς, ενώ τα θετικά της απορριπτόμενης εναλλακτικής λύσης θα επιβαρύνουν τη σύγκρουση. Έτσι ο επενδυτής καταλήγει να αμφισβητεί την απόφαση που πήρε και να μειώνεται η εμπιστοσύνη στον εαυτό του. «Οι ψυχολόγοι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι άνθρωποι συχνά εκτελούν εκτεταμένους εξορθολογισμούς

προκειμένου να συγχρονίσουν τις γνωστικές τους γνωματεύσεις και να διατηρήσουν την ψυχολογική σταθερότητα τους» (Pompian, 2006). Σύμφωνα με τον ίδιο υπάρχουν δύο προσδιορισμένες πτυχές της γνωστικής δυσαρέσκειας που σχετίζονται με τη λήψη αποφάσεων.

- Επιλεκτική αντίληψη: όταν οι επενδυτές καταχωρίζουν μόνο πληροφορίες που επιβεβαιώνουν τις πεποιθήσεις τους δημιουργώντας έτσι μια ατελή αντίληψη της πραγματικής εικόνας.
- Επιλεκτική λήψη αποφάσεων: Οι επενδυτές είναι πιθανό να ενισχύσουν τις δεσμεύσεις που είχαν αναληφθεί στο παρελθόν, παρόλο που μπορεί να είναι ορατό ότι είναι λάθος. Αυτό συμβαίνει λόγω της δέσμευσης στην αρχική απόφαση που αναγκάζει τον επενδυτή να εκλογικεύσει τις ενέργειες, γεγονός που θα του επέτρεπε να επιμείνει σε αυτό, παρόλο που οι ενέργειες αυτές δεν είναι βέλτιστες.

**Πλάνη του τζογαδόρου (Gambler's fallacy).** "Ίσως το πιο παράξενο επιχείρημα για να είσαι αισιόδοξος στο χρηματιστήριο είναι η πεποίθηση ότι οι αγορές δεν μπορούν να κατέβουν για τέσσερα χρόνια στη σειρά. Αυτό είναι ένα εξαιρετικό παράδειγμα της πλάνης του τζογαδόρου." Montie (2003). Οι Kahneman και Tversky (1971) περιγράφουν τον πυρήνα της πλάνης του τζογαδόρου ως παρανόηση των νόμων των πιθανοτήτων. Ένας σημαντικός αντίκτυπος στη χρηματοπιστωτική αγορά είναι ότι οι επενδυτές που υποφέρουν από αυτή τη μεροληψία είναι πιθανό να είναι προκατειλημμένοι προς την πρόβλεψη αντιστροφής της τάσης στις τιμές των μετοχών. Η πλάνη του τζογαδόρου προκύπτει όταν οι επενδυτές προβλέπουν λανθασμένα ότι η τάση αυτή θα αντιστραφεί και παρασύρονται σε αντίθετη σκέψη. Η πλάνη του τζογαδόρου λέγεται ότι συμβαίνει όταν ένας επενδυτής λειτουργεί με την αντίληψη ότι τα λάθη σε τυχαία γεγονότα είναι διορθώνονται μόνα τους. Για παράδειγμα, εάν ένα δίκαιο νόμισμα ρίχνεται δέκα φορές και έρχεται κεφάλι κάθε φορά, ένας επενδυτής που αισθάνεται ότι το επόμενο ρίξιμο θα οδηγήσει σε γράμματα μπορεί να ειπωθεί ότι υποφέρει από αυτή τη μεροληψία.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής**

## 4.1 Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και οι επενδυτικοί πελάτες

Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι ένα πολύτιμο εργαλείο για τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους για να κατανοούν καλύτερα και να εφαρμόζουν τις συστάσεις για τους πελάτες τους. Η κατανόηση του μοντέλου συμπεριφοράς και η ψυχολογία ενός πελάτη μπορούν να κάνουν τον οικονομικό σύμβουλο περισσότερο αποτελεσματικό και να ενισχύσει την σχέση πελάτη-συμβούλου (Pomprian, 2012). Οι Baker και Ricciardi (2015) διαπίστωσαν ότι η κατανόηση του πελάτη επηρεάζει τέτοια ως χαρακτηριστικά προσωπικότητας, δημογραφικά στοιχεία, κοινωνικοοικονομικές επιρροές, θρησκεία, ανάληψη κινδύνων, το ιστορικό και οι γνωστικές και συναισθηματικές προκαταλήψεις θα μπορούσαν όλα να επηρεάσουν τη συλλογιστική του πελάτη και τις οικονομικές και επενδυτικές του αποφάσεις.

Ο Pomprian (2012) προσδιορίζει 4 στοιχεία τα οποία επηρεάζουν την προσωπικότητα αυτού που ονομάζει Τύπος Συμπεριφορικού Επενδυτή (behavioral investor type - BIT).

1. *Συνέπεια*: Υπάρχει γενικά μια αναγνωρίσιμη τάξη και κανονικότητα στις συμπεριφορές. Ουσιαστικά, οι άνθρωποι ενεργούν με τους ίδιους ή παρόμοιους τρόπους σε διάφορες καταστάσεις. Η ιδέα είναι ότι όταν ενεργούν με βάση τις οικονομικές τους προσωπικότητες, οι άνθρωποι θα συμπεριφέρονται σε επαναλαμβανόμενα πρότυπα, παρόμοια με το άτομο που προσπαθεί να χάσει βάρος και πηγαίνει σε δίαιτες yo-yo.
2. *Ψυχολογικά και φυσιολογικά χαρακτηριστικά*: Η προσωπικότητα είναι ένα ψυχολογικό κατασκεύασμα, αλλά η έρευνα δείχνει ότι επηρεάζεται επίσης από βιολογικές διαδικασίες και ανάγκες. Αν και δεν είναι πλήρως κατανοητή στον οικονομικό τομέα, η βιολογία μπορεί και έχει επιρροή στην οικονομική συμπεριφορά. Για παράδειγμα, η ανάγκη για αντικείμενα όπως τρόφιμα, ρούχα και άλλες βασικές ανάγκες μπορεί να επηρεάσει τη στάση ενός ατόμου απέναντι στους πόρους που χρειάζεται.

3. *Συμπεριφορές και ενέργειες που έχουν αντίκτυπο*: Η προσωπικότητα δεν επηρεάζει μόνο τον τρόπο με τον οποίο κινούμαστε και ανταποκρινόμαστε στο περιβάλλον μας, μας αναγκάζει επίσης να ενεργούμε με ορισμένους τρόπους. Το μόνο πράγμα που έχει πραγματικά σημασία, καθώς σχετίζεται με την οικονομική προσωπικότητα, είναι ο τρόπος με τον οποίο ένα άτομο συμπεριφέρεται σε σχέση με τα χρήματά του. Τόσο οι ίδιοι οι επαγγελματίες όσο και οι ίδιοι οι πελάτες μπορούν να έχουν ιδέες για το πώς θα μπορούσαν να επενδύσουν, αλλά αυτές οι ιδέες είναι ουσιαστικά ανούσιες επειδή δεν έχει πραγματοποιηθεί καμία ενέργεια. Ένα συγκεκριμένο παράδειγμα εδώ είναι η υποβολή ενός επενδυτικού σχεδίου, αλλά στη συνέχεια η μη λήψη μέτρων για την εφαρμογή του.

4. *Πολλαπλές εκφράσεις*: Η προσωπικότητα εμφανίζεται σε κάτι περισσότερο από απλή συμπεριφορά. Μπορεί επίσης να φανεί στις σκέψεις, τα συναισθήματα, τις στενές σχέσεις και άλλες κοινωνικές αλληλεπιδράσεις μας. Η συμπεριφορά των ανθρώπων επηρεάζεται απλά από πάρα πολλούς παράγοντες.

Ο ίδιος κατηγοριοποιεί τους επενδυτικούς πελάτες σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

*Ο Συντηρητής (Preserver)*. Περιγράφει έναν επενδυτή που δίνει μεγάλη έμφαση στην οικονομική ασφάλεια και τη διατήρηση του πλούτου αντί να παίρνει ρίσκα για την αύξηση του πλούτου. Αυτοί οι επενδυτές είναι συντηρητικοί και λαμβάνουν πολύ σοβαρά υπόψη τις ζημιές. Οι συντηρητές είναι συχνά προσεκτικοί στις αποφάσεις τους και μερικές φορές δυσκολεύονται να αναλάβουν δράση με τις επενδύσεις τους, ανησυχώντας ότι μπορεί να κάνουν λάθος. Αντίθετα, μπορεί να προτιμούν να αποφεύγουν τον κίνδυνο και να εμμένουν στο status quo. Συχνά έχουν εμμονή με τις βραχυπρόθεσμες επιδόσεις (και στις ανοδικές και στις καθοδικές αγορές, αλλά κυρίως όταν οι αγορές πέφτουν) και στις απώλειες, και τείνουν επίσης να ανησυχούν για την απώλεια όσων είχαν κερδίσει προηγουμένως. Αυτή η συμπεριφορά συνάδει με τον τρόπο με τον οποίο αυτοί έχουν προσεγγίσει την εργασία και την προσωπική τους ζωή – με σκόπιμο και προσεκτικό τρόπο. Όπως είναι φυσικό σ' αυτή την περιγραφή συχνά ταιριάζουν οι μεγαλύτεροι σε ηλικία επενδυτές. Επειδή η εστίαση είναι στην οικονομική ασφάλεια, οι προκαταλήψεις τους τείνουν να κυριαρχούνται από συναισθήματα –δηλαδή πώς αισθάνονται– αντί να επικεντρώνονται σε γνωστικές πτυχές – δηλαδή πώς σκέφτονται. Επιπλέον, το επίπεδο πλούτου μπορεί να επηρεάσει



τη συμπεριφορά τους. Αν και δεν συμβαίνει πάντα, πολλοί συντηρητές πού έχουν αποκτήσει πλούτο θέλουν να τον διατηρήσουν και αλλάζουν τη στάση τους απέναντι στον κίνδυνο. Οι προκαταλήψεις συμπεριφοράς που μπορούν να επηρεάσουν την ικανότητα των συντηρητών να επιτύχουν τους οικονομικούς τους στόχους είναι εμμονή με τη διατήρηση περιουσιακών στοιχείων και, μερικές φορές, υπερβολικά συντηρητικών συμπεριφορών όπως παρουσιάζονται στην αποστροφή απώλειας, του status quo και την προκατάληψη της χρηματοοικονομικής. Οι συντηρητές μπορούν επίσης να εμφανίσουν ορισμένες γνωστικές προκαταλήψεις που σχετίζονται με τον ίδιο προσανατολισμό, δηλαδή αγκύρωση και νοητικές λογιστικές προκαταλήψεις.

*Ο Ακόλουθος (Follower).* Περιγράφει έναν επενδυτή που είναι παθητικός και συχνά δεν ενδιαφέρεται ή/και έχει μικρή ικανότητα για την διαχείριση χρήματων ή επενδύσεις. Επιπλέον, οι ακόλουθοι συνήθως δεν έχουν τις δικές τους ιδέες για επενδύσεις. Αντίθετα, μπορούν να ακολουθήσουν το παράδειγμα των φίλων και των συναδέλφων τους, ή όποια γενική επενδυτική μανία συμβαίνει, για να λάβουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Συχνά η διαδικασία λήψης αποφάσεων τους είναι χωρίς να λαμβάνει υπόψη ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο. Μερικές φορές ξεγελούν τους εαυτούς τους να πιστεύουν ότι είναι έξυπνοι ή ταλαντούχοι στον επενδυτικό τομέα όταν μια επενδυτική απόφαση λειτουργεί, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αδικαιολόγητο αναζήτησης επικίνδυνων επενδύσεων. Δεδομένου ότι δεν τείνουν να έχουν τις δικές τους ιδέες σχετικά με τις επενδύσεις, μπορούν επίσης να αντιδράσουν διαφορετικά όταν τους παρουσιάζεται η ίδια πρόταση περισσότερες από μία φορές. Μπορεί επίσης να μετανιώσουν που δεν βρίσκονται στην τελευταία επενδυτική μόδα και καταλήγουν να επενδύουν ακριβώς τη λάθος στιγμή, όταν οι αποτιμήσεις είναι οι υψηλότερες. Από την άλλη, μπορεί να υπερεκτιμούν την αντοχή τους στον κίνδυνο και μια επένδυση μπορεί να τους φαίνεται τόσο ελκυστική που την κάνουν χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους κινδύνους. Μερικοί δεν συμπαθούν, ή και φοβούνται, το έργο της επένδυσης και πολλοί αναβάλουν τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων χωρίς επαγγελματικές συμβουλές με αποτέλεσμα είναι να διατηρούν υψηλά ταμειακά διαθέσιμα. Οι ακόλουθοι γενικά συμμορφώνονται με τις επαγγελματικές συμβουλές όταν τις λαμβάνουν και προσπαθούν να μορφωθούν οικονομικά. Ωστόσο, η παροχή συμβουλών μπορεί να είναι δύσκολη κατά καιρούς επειδή δεν απολαμβάνουν ή δεν έχουν ικανότητα να ανταποκριθούν στην διαδικασία των επενδύσεων. Οι προκαταλήψεις των ακολούθων

τείουν να είναι γνωστικές: εκ των υστέρων σκέψεις, πλαισίωση, γνωστική δυσαρέσκεια και μετάνοια.

*Ο Ανεξάρτητος (Independent).* Περιγράφει επενδυτές που έχουν πρωτότυπες ιδέες σχετικά με τις επενδύσεις και τους αρέσει να συμμετέχουν στην επενδυτική διαδικασία. Σε αντίθεση με τους ακόλουθους, ενδιαφέρονται να επενδύσουν και ασχολούνται αρκετά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές και μπορεί να έχουν αντισυμβατικές απόψεις για τις επενδύσεις. Αυτή η «αντίθετη» νοοτροπία, ωστόσο, μπορεί να κάνει τους ανεξάρτητους να μην πιστεύουν στην τήρηση ενός μακροπρόθεσμου επενδυτικού σχεδίου. Τούτου λεχθέντος, πολλοί ανεξάρτητοι μπορούν και εμμένουν σε ένα επενδυτικό σχέδιο για την επίτευξη των οικονομικών τους στόχων. Στην ουσία, είναι αναλυτικοί, κριτικοί στοχαστές που παίρνουν πολλές από τις αποφάσεις τους με βάση τη λογική και το ένστικτό τους. Είναι πρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους και να δράσουν αποφασιστικά όταν κληθούν να το πράξουν. Δυστυχώς, ορισμένοι είναι επιρρεπείς σε προκαταλήψεις που μπορούν να τερπιλίσουν την ικανότητά τους να επιτύχουν στόχους. Για παράδειγμα, μπορούν να δράσουν υπερβολικά γρήγορα, χωρίς να καταφέρουν να μάθουν όσα περισσότερα μπορούν για τις επενδύσεις τους πριν τις κάνουν. Η ανοχή κινδύνου των ανεξάρτητων είναι σχετικά υψηλή, όπως και η ικανότητά τους να κατανοούν τον κίνδυνο. Οι ανεξάρτητοι είναι ρεαλιστές και καταλαβαίνουν ότι τα επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χάσουν σε αξία. Ωστόσο, όταν οι επενδύσεις τους χάνουν σε αξία, δεν τους αρέσει να παραδέχονται ότι έκαναν κακές επιλογές ή ότι έκαναν λάθος. Συχνά κάνουν τη ερευνούν μόνοι τους και δεν αισθάνονται άνετα με μια επένδυση μέχρι να επιβεβαιώσουν την απόφασή τους με έρευνα ή κάποιας μορφής επιβεβαίωση. Είναι άνετοι να συνεργάζονται με συμβούλους, αν και συνήθως χρησιμοποιούν αυτούς τους συμβούλους για να επιβεβαιώσουν τις δικές τους ιδέες. Είναι συχνά άνετοι μιλώντας τη γλώσσα των οικονομικών και κατανοούν τους χρηματοπιστωτικούς όρους, συμπεριλαμβανομένων των όρων που σχετίζονται με την αγορά και την οικονομία. Δεν φοβούνται να ερευνήσουν τις λεπτομέρειες των επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένου του κόστους και των αμοιβών πραγματοποίησης επενδύσεων.

*Ο Συσσωρευτής (Accumulator).* Περιγράφει επενδυτές που ενδιαφέρονται να συσσωρεύσουν πλούτο και είναι σίγουροι ότι μπορούν να το κάνουν. Συνήθως έχουν επιτύχει σε κάποια επιχειρηματική επιδίωξη και πιστεύουν στον εαυτό τους αρκετά

ώστε να γίνουν επιτυχημένοι επενδυτές. Ως εκ τούτου, συχνά επιθυμούν να προσαρμόσουν τις κατανομές και τις συμμετοχές χαρτοφυλακίου τους στις συνθήκες της αγοράς και ενδέχεται να μην επιθυμούν να ακολουθήσουν ένα δομημένο σχέδιο.

Επιπλέον, θέλουν να επηρεάσουν τη λήψη αποφάσεων ή ακόμη και να ελέγξουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, η οποία ενδεχομένως μπορεί να μειώσει τον ρόλο ενός συμβούλου. Στον πυρήνα τους, είναι ρισκοκίνδυνοι και είναι σταθερά πιστοί ότι όποια πορεία και αν επιλέξουν είναι η σωστή. Σε αντίθεση με τους συντηρητές επενδύουν για να κερδίσουν και να κερδίσουν πολλά. Σε αντίθεση με τους οπαδούς, βασίζονται στον εαυτό τους και θέλουν να είναι αυτοί που οδηγούν το πλοίο. Και σε αντίθεση με τους ανεξάρτητους, συνήθως ασχολούνται με τις λεπτομέρειες αντί να προχωρήσουν με τις μισές πληροφορίες απ' αυτές που χρειάζονται. Δυστυχώς, ορισμένοι συσσωρευτές είναι επιρρεπείς σε προκαταλήψεις που μπορούν να περιορίσουν την επενδυτική επιτυχία τους. Για παράδειγμα, οι συσσωρευτές μπορεί να είναι πολύ σίγουροι για τις ικανότητές τους. Δεδομένου ότι είναι επιτυχείς σε επιχειρηματικές ή άλλες αναζητήσεις, γιατί να μην είναι επιτυχημένοι επενδυτές; Και η υπερβολική αυτοπεποίθηση μερικές φορές τους οδηγεί να πιστεύουν ότι μπορούν να ελέγξουν το αποτέλεσμα της επενδυτικής διαδικασίας. Μπορούν να παραβλέψουν το γεγονός ότι τα επενδυτικά αποτελέσματα είναι συχνά τυχαία και γεμάτα άγνωστους κινδύνους. Οι συσσωρευτές κατά καιρούς μπορούν επίσης να αφήσουν τις δαπάνες τους να ξεφύγουν από τον έλεγχο, λόγω της "επίδρασης του πλούτου" της δημιουργίας περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να οδηγήσουν σε τρόπους ζωής που είναι πιο εξωφρενικοί παρά συνετοί. Μπορούν επίσης να πραγματοποιήσουν επενδύσεις με βάση τον τρόπο με τον οποίο οι ευκαιρίες που συναντούν συνάδουν με τους προσωπικούς τους δεσμούς ή αξίες. Η ανοχή κινδύνου των συσσωρευτών είναι αρκετά υψηλή, αλλά όταν τα πράγματα πάνε στραβά (χάνουν χρήματα), η δυσφορία μπορεί να είναι πολύ υψηλή. Αυτή η δυσφορία μπορεί να προκύψει όχι μόνο από την οικονομική ζημία αλλά και από το πλήγμα στην εμπιστοσύνη τους και την συνειδητοποίηση ότι δεν μπορούν να ελέγξουν τα αποτελέσματα των επενδύσεων. Μερικοί μπορεί να δεχθούν συμβουλές με μεγάλη δυσκολία καθώς δεν πιστεύουν σε βασικές επενδυτικές αρχές, όπως η διαφοροποίηση και η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων.

## 4.2 Πρακτικές εφαρμογές συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής σε επαγγελματικές επενδύσεις

Ένα ερώτημα που προκύπτει είναι αν υπάρχει κάποια πρακτική χρήση ή αξία στη μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και αν μπορεί να βοηθήσει στην διόρθωση κάποιων από τα ζητήματα που τόσο εύκολα βοηθά να εντοπιστούν.

Η απάντηση είναι καταφατική και στα δύο ερωτήματα. Ωστόσο όλα εξαρτώνται από το πώς θα την χρησιμοποιήσει κάποιος. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν έχει καταφέρει μέχρι στιγμής να δημιουργήσει ένα ενιαίο, περιεκτικό κομμάτι στην θεωρία της ανθρώπινης λήψης αποφάσεων, σε σχέση με τη συμπεριφορά της αγοράς, με τις επενδυτικές αποφάσεις ή σε σχέση με τη λήψη αποφάσεων γενικά. Λειτουργεί περισσότερο κατά περίπτωση, σε εμπειρική βάση, προσφέροντας ξεχωριστά εξηγήσεις των ατομικών παραλογισμών που υπάρχουν στη συμπεριφορά των ανθρώπων, οι οποίες συνδέονται όλες με την ενιαία ενοποιητική ιδέα της «ομπρέλας» – οι άνθρωποι δεν αποφασίζουν ορθολογικά, τουλάχιστον όχι όλη την ώρα.

Αν και δεν προσφέρονται λύσεις για όλα τα προβλήματα, προσφέρει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών για χρήση σε μεμονωμένα προβλήματα, είτε πρόκειται για χρήση από τον κάθε άνθρωπο ξεχωριστά για τις επενδύσεις που κάνει ο ίδιος για λογαριασμό του ή στην καθημερινή εργασία με πελάτες για λογαριασμό των οποίων γίνονται οι επενδύσεις. Οι μέθοδοι αυτές είναι συνήθως αρκετά απλές στην εφαρμογή καθώς το μόνο που απαιτούν συνήθως είναι η προθυμία εντοπισμού και παραδοχής ενός ζητήματος ή ενός παραλογισμού, και μια συνεπή, δομημένη και ειλικρινή προσέγγιση για την αντιμετώπισή του. Δεδομένου ότι συχνά δεν είναι εφικτή η απαλλαγή από τα συναισθήματα, η διαίσθηση ή οι αντανακλαστικές προσεγγίσεις στη λήψη αποφάσεων, βοηθούν στο να μάθει κάποιος να εργάζεται μαζί τους αποτελεσματικά και αποδοτικά.

Ορισμένα ελαττώματα ή προκαταλήψεις μπορεί να είναι λιγότερο προβληματικά ως προς τις επιπτώσεις και τον αντίκτυπό τους από άλλα. Η αποστροφή για την απώλεια, για παράδειγμα, δεν χρειάζεται να αποτελεί πρόβλημα, εάν είναι γνωστό και η προσέγγιση προσαρμοστεί ανάλογα. Σε κανένα δεν αρέσουν οι απώλειες και όλοι

θέλουν να προστατευτούν από αυτές και αυτό πρέπει να θεωρηθεί ως ένας απολύτως λογικός στόχος.

Τα συναισθήματα, οι φόβοι, τα αντανακλαστικά ή απλώς οι αυτόματες συμπεριφορές είναι το πιο σημαντικό βήμα προς μια πιο ορθολογική λήψη αποφάσεων που ανταμείβει με τα βέλτιστα αποτελέσματα. Για ορισμένες ευρετικές και προκαταλήψεις, η εκπαίδευση και η ευαισθητοποίηση μπορεί να είναι αρκετές για την αντιμετώπισή τους. Οι επαγγελματίες επενδύσεων μπορούν να προχωρήσουν περαιτέρω για να τους αντιμετωπίσουν για τους ίδιους και τους πελάτες τους.

Όπως συζητήθηκε παραπάνω, η μεροληψία αποστροφής για την απώλεια ασχολείται με την ανθρώπινη τάση να αντιλαμβάνεται κέρδη και ζημιές ασύμμετρα που δεν καλύπτονται από τυπικά μέτρα κινδύνου όπως διακύμανση ή τυπική απόκλιση και μπορεί να έχει σημαντικό αντίκτυπο στις επενδυτικές αποφάσεις όπως οι περισσότεροι άνθρωποι θα εξετάσει ένα στοίχημα μόνο εάν το ανοδικό είναι τουλάχιστον διπλάσιο από το αρνητικό.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>: Οι προκαταλήψεις των επενδυτών**

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν προτάθηκε για να υποκαταστήσει την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία. Στόχος της είναι να βελτιώσει και να εμπλουτίσει την παραδοσιακή χρηματοοικονομική και επιπλέον όπως είδαμε επιδιώκει να περιγράψει όσο το δυνατόν πληρέστερα την συμπεριφορά των επενδυτών τόσο μεμονωμένα όσο και συνολικά των χρηματοοικονομικών αγορών ( De Bondt & Thaler, 1995). Έχει δειχθεί από πολλούς ερευνητές ότι οι επενδυτές συχνά πέφτουν θύματα των προκαταλήψεών τους, λειτουργούν στο υποσυνείδητο του ανθρώπου και ως εκ τούτου είναι και πολύ δύσκολο να εντοπιστούν, με αποτέλεσμα να κάνουν λάθη. Τα λάθη αυτά έχουν πολύ αρνητικές επιπτώσεις τόσο επί της αξίας που έχει το επενδυτικό χαρτοφυλάκιό τους όσο και στον τον πλούτο τους γενικότερα.

Τα σφάλματα αυτά διακρίνονται ως εξής:

- *Γνωστικά σφάλματα:* αυτά συμβαίνουν εφόσον οι επενδυτές πραγματοποιούν λάθη σχετικά με τον τρόπο που οργανώνουν και επεξεργάζονται τις πληροφορίες.
- *Συμπεριφορικά σφάλματα:* αυτά συμβαίνουν εφόσον η επεξεργασία των πληροφοριών αλλά και οι επενδυτικές τους επιλογές επηρεάζονται από τα συναισθήματά τους.

Συνέπεια και των δύο τύπων σφαλμάτων είναι να παίρνουν ανορθολογικές αποφάσεις.

Αυτά τα σφάλματα κατά βάση κάνουν την εμφάνισή τους σε καταστάσεις που είναι πολύπλοκες και σύνθετες, και στις οποίες παρατηρούνται τα κάτωθι:

- Υψηλή αβεβαιότητα
- Μεγάλη πληροφόρηση
- Συναισθηματική φόρτιση
- Περιορισμένος χρόνος
- Φυσική κούραση
- Απαίτηση για γρήγορες αποφάσεις.

Δεν είναι λίγες και οι περιπτώσεις κατά τις οποίες, τα σφάλματά αυτά δεν είναι πραγματικά σφάλματα αλλά είναι το αποτέλεσμα μίας διαδικασίας που είναι εξελικτική με βάση την αντιμετώπιση των πιθανών δυσάρεστων καταστάσεων, όπως

για παράδειγμα είναι η συναισθηματική σύγχυση και ίσως και η μετάνοια τρώνε τινά εφόσον υπάρξουν λανθασμένες επιλογές.

Ήδη έχει γίνει αναφορά σε γνωστικά λάθη όπως η υπερβολική αυτοπεποίθηση, η γνωστική δυσαρέσκεια, η νοητική λογιστική, η αντιπροσωπευτικότητα και η πλάνη του τζογαδόρου. Όπως αναφέρει ο Pompian (2006) οι συμπεριφορικές προκαταλήψεις ορίζονται, αφηρημένα, με τον ίδιο τρόπο όπως τα συστηματικά λάθη στην κρίση. Οι ερευνητές διακρίνουν έναν μακρύ κατάλογο συγκεκριμένων προκαταλήψεων, εφαρμόζοντας πάνω από 50 από αυτές στη συμπεριφορά μεμονωμένων επενδυτών σε πρόσφατες μελέτες. Ισχύει πως υπάρχουν σφάλματα τα οποία δύναται να ανήκουν και στις δύο κατηγορίες γιατί μπορεί να παρουσιάζουν ταυτόχρονα γνωστικά αλλά και παρόμοια συναισθηματικά χαρακτηριστικά. Στις πιο πολλές των περιπτώσεων οι επενδυτές μπορεί να παρουσιάσουν περισσότερες από μια συμπεριφορικές προκαταλήψεις και αυτές έχουν την ικανότητα να δρουν τόσο μεμονωμένα όσο και συμπληρωματικά και αθροιστικά και συνεπώς να μην διακρίνονται εύκολα και να μην αντιμετωπίζονται εύκολα.

Στην <sup>7</sup> συνέχεια παρουσιάζονται μερικές από αυτές, τόσο γνωστικές όσο και συναισθηματικές.

**Αγκίστρωση και Προσαρμογή (Anchoring and Adjustment).** Όταν απαιτείται η εκτίμηση μιας τιμής άγνωστου μεγέθους, οι άνθρωποι γενικά ξεκινούν οραματιζόμενοι κάποιον αρχικό, προεπιλεγμένο αριθμό — μια «άγκυρα», τον οποίο στη συνέχεια προσαρμόζουν προς τα πάνω ή προς τα κάτω ώστε να αντικατοπτρίζει μεταγενέστερες πληροφορίες και αναλύσεις. Η αγκύρωση και η προσαρμογή είναι μια γνωστική προκατάληψη που επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι προσπαθούν να προσδιορίσουν τις πιθανότητες. Οι επενδυτές που επιδεικνύουν αυτή τη μεροληψία επηρεάζονται συχνά από τα «σημεία» αγοράς- ή αυθαίρετων επιπέδων τιμών ή δεικτών τιμών - και τείνουν να προσκολλώνται σε αυτούς τους αριθμούς όταν αντιμετωπίζουν ερωτήσεις όπως "Πρέπει να αγοράσω ή να πουλήσω αυτή τη μετοχή;" ή "Είναι η αγορά υπερεκτιμημένη ή υποτιμημένη αυτή τη στιγμή;" Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όταν η εισαγωγή νέων πληροφοριών σχετικά με την μετοχή περιπλέκει περαιτέρω την

---

<sup>7</sup> Στηριγμένο στο Pompian 2006

---

κατάσταση. Οι λογικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν αυτές τις νέες πληροφορίες αντικειμενικά και δεν εξετάζουν τις τιμές αγοράς ή τις τιμές-στόχους για να αποφασίσουν πώς να δράσουν. Ωστόσο, η μεροληψία αγκύρωσης και προσαρμογής συνεπάγεται ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται νέες πληροφορίες μέσω ενός ουσιαστικά στρεβλωμένων φακών. Δίνουν αδικαιολόγητη έμφαση σε στατιστικά αυθαίρετα, ψυχολογικά καθορισμένα σημεία αγκύρωσης και επηρεάζονται αδικαιολόγητα από αυτά τα σημεία αναφοράς. Ως εκ τούτου, η λήψη αποφάσεων αποκλίνει από νεοκλασικά καθορισμένους «ορθολογικούς» κανόνες.

**Διαθεσιμότητα (Availability).** Είναι ένας γρήγορος κανόνας ή νοητική συντόμευση, που επιτρέπει στους ανθρώπους να εκτιμήσουν την πιθανότητα ενός αποτελέσματος με βάση το πόσο διαδεδομένο ή οικείο εμφανίζεται αυτό το αποτέλεσμα στη ζωή τους. Οι άνθρωποι που επιδεικνύουν αυτή την γνωστική προκατάληψη αντιλαμβάνονται εύκολα τις δυνατότητες που ανακαλούνται ως πιο πιθανές από εκείνες τις προοπτικές που είναι πιο δύσκολο να φανταστούν ή που είναι δύσκολο να κατανοηθούν. Ένα κλασικό παράδειγμα αναφέρει ότι πολλές φορές οι επενδυτές θεωρούν πως πιο καλές επενδυτικές επιλογές είναι οι εταιρείες που είναι πολύ διαφημιζόμενες και με καλύτερες δημόσιες σχέσεις και συνεπώς θεωρούν πως οι μετοχές των συγκεκριμένων εταιρειών είναι και πολύ δημοφιλείς. Συνολικά, ο κανόνας διαθεσιμότητας βασίζεται σε αποφάσεις σχετικά με την πιθανότητα ή τη συχνότητα ενός γεγονότος που βασίζεται σε άμεσα διαθέσιμες πληροφορίες, όχι απαραίτητα βάσει ολοκληρωμένων, αντικειμενικών ή πραγματικών πληροφοριών καθώς οι άνθρωποι συχνά υποθέτουν ακούσια ότι οι άμεσα διαθέσιμες σκέψεις, ιδέες ή εικόνες αντιπροσωπεύουν αμερόληπτους δείκτες στατιστικών πιθανοτήτων. Οι άνθρωποι εκτιμούν τις πιθανότητες ορισμένων γεγονότων ανάλογα με το βαθμό ευκολίας με τον οποίο μπορούν να προσεγγιστούν αναμνήσεις ή παραδείγματα ανάλογων γεγονότων από τη μνήμη. Οι εντυπώσεις που προέρχονται από τη φαντασία και την εμπειρία του παρελθόντος συνδυάζονται για να κατασκευάσουν μια σειρά από πιθανά αποτελέσματα, των οποίων οι πραγματικές στατιστικές πιθανότητες είναι, στην ουσία, αυθαίρετες.



Υπάρχουν διάφορες κατηγορίες μεροληψίας διαθεσιμότητας, εκ των οποίων οι τέσσερις που ισχύουν περισσότερο για τους επενδυτές είναι:

- *Δυνατότητα ανάκτησης*, οι ιδέες που ανακτώνται πιο εύκολα φαίνεται επίσης να είναι οι πιο αξιόπιστες, αν και αυτό δεν συμβαίνει απαραίτητα
- *Κατηγοριοποίηση*, οι άνθρωποι προσπαθούν να κατηγοριοποιήσουν ή να αποκτήσουν πληροφορίες που ταιριάζουν με μια συγκεκριμένη αναφορά
- *Στενό φάσμα εμπειρίας*, όταν ένα άτομο διαθέτει ένα υπερβολικά περιοριστικό πλαίσιο αναφοράς από το οποίο μπορεί να διατυπώσει μια αντικειμενική εκτίμηση, τότε συχνά προκύπτει στενό φάσμα προκατάληψης εμπειρίας.
- *Απήχηση*, ο βαθμός στον οποίο ορισμένες, δεδομένες καταστάσεις απηχούν τις προσωπικές καταστάσεις των ίδιων των ατόμων, μπορεί να επηρεάσει την κρίση τους.

**Αυτο-απόδοση (Self-attribution)** Η προκατάληψη της αυτο-απόδοσης αναφέρεται στην τάση των ατόμων να αποδίδουν τις επιτυχίες τους σε έμφυτες πτυχές, όπως το ταλέντο ή η πρόβλεψη, ενώ πιο συχνά επιρρίπτουν τις αποτυχίες σε εξωτερικές επιρροές, όπως η κακή τύχη. Οι μαθητές που τα καταφέρνουν καλά σε μια εξέταση, για παράδειγμα, μπορεί να πιστώσουν τη δική τους νοημοσύνη ή το διάβασμά τους, ενώ εκείνοι που αποτυγχάνουν μπορεί να αναφέρουν άδικη βαθμολόγηση. Η αυτοαπόδοση είναι ένα γνωστικό φαινόμενο με το οποίο οι άνθρωποι αποδίδουν αποτυχίες σε παράγοντες της κατάστασης και επιτυχίες σε παράγοντες διάθεσης. Η ιδιοτελής προκατάληψη μπορεί στην πραγματικότητα να χωριστεί σε δύο συστατικές τάσεις ή επικουρικές προκαταλήψεις:

- Η *αυτοενισχυόμενη* προκατάληψη αντιπροσωπεύει την τάση των ανθρώπων να διεκδικούν έναν παράλογο βαθμό πίστωσης για τις επιτυχίες τους.
- Η *αυτοπροστατευόμενη* προκατάληψη αντιπροσωπεύει το επακόλουθο αποτέλεσμα – την παράλογη άρνηση ευθύνης για την αποτυχία.

**Συντηρητισμός (Conservatism).** Ο συντηρητισμός είναι μια γνωστική προκατάληψη στην οποία οι άνθρωποι προσκολλώνται στις προηγούμενες απόψεις ή προβλέψεις

τους εις βάρος της αναγνώρισης νέων πληροφοριών. Για παράδειγμα, αν υποθεθεί ότι ένας επενδυτής μαθαίνει κάποια άσχημα νέα σχετικά με τα κέρδη μιας εταιρείας και ότι αυτή η είδηση έρχεται σε αντίθεση με μια άλλη εκτίμηση κερδών που εκδόθηκε τον προηγούμενο μήνα. Η προκατάληψη του συντηρητισμού μπορεί να αναγκάσει τον επενδυτή να μην αντιδράσει επαρκώς στις νέες πληροφορίες, διατηρώντας τις εντυπώσεις που προέκυψαν από την προηγούμενη εκτίμηση αντί να ενεργεί βάσει των επικαιροποιημένων πληροφοριών. Είναι ενδιαφέρον το ότι οι άνθρωποι μπορούν να επιδείξουν και τις δύο προκαταλήψεις, του συντηρητισμού και της αντιπροσώπευσης: Εάν τα νέα δεδομένα φαίνεται να ταιριάζουν ή να εμφανίζονται αντιπροσωπευτικά ενός υποκείμενου μοντέλου, τότε οι άνθρωποι μπορεί να υπερβάλουν σε αυτά τα δεδομένα σύμφωνα με την αντιπροσωπευτικότητα. Ωστόσο, εάν δεν υπάρχει αντιπροσωπευτική σχέση, ο συντηρητισμός μπορεί να κυριαρχήσει, γεγονός που στη συνέχεια δίνει μικρότερη έμφαση στα νέα δεδομένα. Ο συντηρητισμός εμποδίζει τα άτομα να αντιδράσουν όπως θα αντιδρούσε ένα λογικό άτομο μπροστά σε νέα στοιχεία. Ο Hirshleifer (2001) σημείωσε ότι μια εξήγηση για τον συντηρητισμό είναι ότι η επεξεργασία νέων πληροφοριών και η ενημέρωση των πεποιθήσεων είναι γνωστικά δαπανηρή. Σημείωσε ότι οι πληροφορίες που παρουσιάζονται σε γνωστικά δαπανηρή μορφή, όπως πληροφορίες που είναι αφηρημένες και στατιστικές, σταθμίζονται λιγότερο. Επιπλέον, οι άνθρωποι ενδέχεται να αντιδράσουν υπερβολικά σε πληροφορίες που υποβάλλονται σε εύκολη επεξεργασία, όπως σενάρια και συγκεκριμένα παραδείγματα.

**Εντοπιότητα (Locality).** Πρόκειται για μια γνωστική προκατάληψη που προέρχεται και γεννάται μέσα από την συνήθεια που έχουν οι επενδυτές να τοποθετούν αναλογικά μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές της εγχώριας αγοράς μετοχών και σε αξιόγραφα της χώρας τους παρά να επενδύουν σε μετοχές εταιρειών της παγκόσμιας οικονομίας. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές θεωρούν πως έχουν καλύτερη γνώση επί εγχώριων εταιρειών που προσφέρουν τις μετοχές τους και έτσι πιστεύουν πως βαδίζουν εκ του ασφαλούς. Συνέπεια τούτου είναι να εκτίθενται στον κίνδυνο χώρας και να μην έχουν την δυνατότητα για διεθνή δραστηριοποίηση.

**Ψευδαίσθηση ελέγχου (illusion of control).** Περιγράφει την τάση των ανθρώπων να πιστεύουν ότι μπορούν να ελέγχουν ή τουλάχιστον να επηρεάζουν τα αποτελέσματα όταν, στην πραγματικότητα, δεν μπορούν. Αυτή η γνωστική προκατάληψη μπορεί να παρατηρηθεί πολλές φορές στα καζίνο. Μερικοί θαμώνες του καζίνο ορκίζονται ότι είναι σε θέση να επηρεάσουν τυχαία αποτελέσματα όπως το αποτέλεσμα του ριξίματος των ζαριών. Μερικοί άνθρωποι, όταν προσπαθούν να προβλέψουν το αποτέλεσμα μιας σειράς ρίψεων νομισμάτων, πιστεύουν πραγματικά ότι είναι "καλύτεροι μάντες", και μερικοί ισχυρίζονται ότι οι περισπασμοί μπορεί να μειώσουν την απόδοσή τους σε αυτό το στατιστικά αυθαίρετο έργο. Η Langer (1975) ορίζει την ψευδαίσθηση της προκατάληψης ελέγχου ως το «προσδόκιμο μιας προσωπικής πιθανότητας επιτυχίας ακατάλληλα υψηλότερο από ό, τι θα δικαιολογούσε η αντικειμενική πιθανότητα». Η ίδια διαπίστωσε ότι η επιλογή, η εξοικείωση με τα καθήκοντα, ο ανταγωνισμός, και η ενεργός συμμετοχή μπορούν όλοι να διογκώσουν την εμπιστοσύνη και να δημιουργήσουν τέτοιες ψευδαισθήσεις. Στην συγκεκριμένη περίπτωση του σφάλματος ο επενδυτής υποεκτιμά τον κίνδυνο και επιπλέον λανθασμένα θεωρεί πως έχει την ικανότητα να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο πιο αποτελεσματικά από τους λοιπούς επενδυτές.

**Αποστροφή της ζημιάς (Loss aversion).** Πρόκειται για συναισθηματική προκατάληψη που προτάθηκε από τους Kahneman και Tversky (1979) παρατηρώντας ότι οι άνθρωποι αισθάνονται γενικά μια ισχυρότερη ώθηση για να αποφύγουν τις απώλειες από το να αποκτήσουν τα κέρδη. Μια σειρά από μελέτες σχετικά με την αποστροφή των απωλειών έχουν γεννήσει έναν κοινό κανόνα: Ψυχολογικά, η πιθανότητα ζημιάς είναι κατά μέσο όρο διπλάσια από την πιθανότητα κέρδους ίσου μεγέθους. Δηλαδή, ένα άτομο που είναι αντίθετο με τις απώλειες μπορεί να απαιτήσει, τουλάχιστον, κέρδος δύο ευρώ για κάθε ευρώ που τίθεται σε κίνδυνο. Σε αυτό το σενάριο, οι κίνδυνοι που δεν "πληρώνουν διπλά" είναι απαράδεκτοι. Η αποστροφή των απωλειών μπορεί να εμποδίσει τους ανθρώπους να ξεφορτωθούν ασύμφορες επενδύσεις, ακόμη και όταν βλέπουν ελάχιστες έως καθόλου προοπτικές ανάκαμψης. Ομοίως, η μεροληψία αποστροφής ζημιών μπορεί να κάνει τους επενδυτές να ασχολούνται υπερβολικά στην αποφυγή κινδύνων κατά την αξιολόγηση πιθανών κερδών, καθώς η αποφυγή μιας ζημιάς είναι πιο επείγουσα ανησυχία από την επιδίωξη

κέρδους. Όταν οι επενδύσεις τους αρχίσουν να πετυχαίνουν, τα άτομα που αντιστρέφουν τις απώλειες σπεύδουν να κλειδώσουν τα κέρδη τους, φοβούμενοι ότι, διαφορετικά, η αγορά θα μπορούσε να αντιστραφεί και να χάσουν τα κέρδη τους. Το πρόβλημα εδώ είναι ότι η πρόωγη αποεπένδυση για την προστασία των κερδών περιορίζει τις ανοδικές προοπτικές. Εν ολίγοις, η αποστροφή ζημιών αναγκάζει τους επενδυτές να διατηρήσουν τις επενδύσεις στις οποίες έχουν ζημιές και να πουλήσουν τις εκείνες στις οποίες κερδίζουν τους, οδηγώντας σε μικρότερες αποδόσεις το χαρτοφυλάκιό τους.

Υπάρχουσα κατάσταση (Status quo). Προτάθηκε από τους Samuelson και Zeckhauser (1988) και αναφέρεται σε μια συναισθηματική προκατάληψη που προδιαθέτει τους ανθρώπους που αντιμετωπίζουν μια σειρά επιλογών να επιλέξουν οποιαδήποτε επιλογή επικυρώνει ή επεκτείνει την υπάρχουσα κατάσταση (δηλαδή, το "status quo") αντί εναλλακτικών επιλογών που θα μπορούσαν να επιφέρουν αλλαγές. Με άλλα λόγια, η προκατάληψη status quo λειτουργεί σε ανθρώπους που προτιμούν τα πράγματα να παραμείνουν σχετικά τα ίδια. Η επιστημονική αρχή της αδράνειας φέρει μεγάλη διαισθητική ομοιότητα με την προκατάληψη status quo καθώς δηλώνει ότι ένα σώμα σε ηρεμία παραμένει σε ηρεμία, εκτός εάν ενεργήσει πάνω του εξωτερική δύναμη. Η προκατάληψη status quo αναφέρεται στη διαπίστωση ότι μια επιλογή είναι πιο επιθυμητή εάν ορίζεται ως "status quo" από ό, τι όταν δεν είναι. Η προκατάληψη status quo μπορεί να συμβάλει στην προαναφερθείσα αρχή αδράνειας, αλλά η αδράνεια δεν είναι τόσο ισχυρή όσο η προκατάληψη status quo. Αδράνεια σημαίνει ότι ένα άτομο είναι σχετικά πιο απρόθυμο να απομακρυνθεί από κάποια κατάσταση που προσδιορίζεται ως status quo από οποιοδήποτε εναλλακτική κατάσταση που δεν προσδιορίζεται ως status quo. Οι άνθρωποι δυσκολότερα εγκαταλείπουν μια κατάσταση όταν τους λένε, "Τα πράγματα ήταν πάντα έτσι." Η προκατάληψη status quo συνεπάγεται ένα πιο έντονο "αποτέλεσμα αγκύρωσης".

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>: Η αγελαία συμπεριφορά στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική

Ως αγελαία συμπεριφορά νοείται ο τρόπος με τον οποίο δραστηριοποιείται και συμπεριφέρεται μία ομάδα επενδυτών, δίχως να έχουν προγραμματισμένη κατεύθυνση, σαν μία αγέλη δηλαδή, και μιμούνται συμπεριφορές άλλων επενδυτών. Η οικονομική επιστήμη αλλά και η σύγχρονη ψυχολογία χρησιμοποιούν την θεωρία της αγέλης, δηλαδή της αγελαίας συμπεριφοράς με σκοπό να εξηγήσουν τα φαινόμενα κατά τα οποία ένα μεγάλο πλήθος ανθρώπων δρουν ακριβώς με τον ίδιο τρόπο και την ίδια χρονική στιγμή και επίσης πολύ συχνά αυτοί παρουσιάζουν και παρόμοιες συμπεριφορές κατά την διαδικασία της λήψης αποφάσεων. Στην χρηματοοικονομική θεωρία η ψυχολογία της αγέλης αφορά κυρίως περιπτώσεις κατά τις οποίες οι επενδυτές στρέφονται δίχως αιτία προς επενδύσεις που είναι συγκεκριμένες και κατά την ίδια χρονική περίοδο. Αυτό συμβαίνει απλά και μόνο επειδή ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών έδειξε ενδιαφέρον για τις συγκεκριμένες επενδύσεις. Η αγελαία συμπεριφορά κυρίως συναντάται στα χρηματιστήρια, όπου μεμονωμένοι επενδυτές επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις βιαστικές και μη ορθολογικές κινήσεις του πλήθους και προβαίνουν σε πράξεις που είναι ανεξήγητες, δηλαδή δεν μπορούν να εξηγηθούν ορθολογικά. Αυτό έχει ως συνέπεια, μέσα από την προσπάθειά τους να μιμηθούν ο ένας τον άλλο, οι μαζικές του προσπάθειες να καταλήγουν σε φούσκες, δηλαδή σε μαζικές αγορές ομοειδών μετοχών είτε να καταλήγουν σε κραχ, δηλαδή σε ξαφνικές πωλήσεις μετοχών, χρεογράφων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων.

Οι επενδυτές τροφοδοτούνται συνεχώς με επενδυτικές ιδέες από πλήθος πηγών όπως τα μέσα ενημέρωσης, οι χρηματιστές, τα περιοδικά, οι ιστοσελίδες. Χωρίς να είναι σε θέση να γνωρίζουν, να αναλύουν και να κατέχουν τα θεμελιώδη μεγέθη όλων των εταιρειών, οι επενδυτές μπορεί να μπουν στον πειρασμό να επενδύσουν σε άγνωστους τίτλους, αλλά να τους παρουσιάσουν ως πολύ καλύτερες ευκαιρίες από αυτές που διατηρούνται στα χαρτοφυλάκιά τους. Η έλλειψη προσωπικής λήψης αποφάσεων, η εσωστρέφεια της πληροφόρησης ή η έλλειψη γνώσεων σε συνδυασμό με την προοπτική κερδών και τον φόβο απώλειας μιας ευκαιρίας, αυξάνει τη λήψη αποφάσεων των επενδυτών ακολουθώντας τη μάζα. Ένα τέλειο παράδειγμα συμπεριφοράς αγέλης είναι η περίοδος της φούσκας του dot.com στα τέλη της

δεκαετίας του '90. Ένα μεγάλο μέρος των Venture Capital και ιδιώτες επενδυτές επένδυσαν σε εταιρείες που σχετίζονται με το διαδίκτυο, παρόλο που πολλές από αυτές δεν είχαν επιχειρηματικό μοντέλο εκείνη την εποχή. Εν κατακλείδι, η συμπεριφορά της αγέλης αποτελεί μεγάλο κίνδυνο για τους επενδυτές με μικρή εμπειρία ή έλλειψη κατάρτισης στον τομέα των επενδύσεων. Οι άνθρωποι που πέφτουν στην παγίδα αυτής της συμπεριφοράς λαμβάνουν αποφάσεις αγοράς μετοχών, αλλά δεν καταλαβαίνουν γιατί. Επιπλέον, η υπερβολική αυτοπεποίθηση στην τάση και τις συμβουλές, καθώς και η ξαφνική άνοδος της τιμής της μετοχής, καθησυχάζουν τους επενδυτές ότι οι αποφάσεις τους και οι συμβουλές ήταν οι σωστές. Αυτή η μεροληπτική αντίληψη δεν τους επιτρέπει να κατανοήσουν πότε να πουλήσουν τις θέσεις τους και, ως εκ τούτου, ενδεχομένως να τους κάνουν να κατέχουν μια θέση για πολύ καιρό ή να την πωλούν πολύ νωρίς. Και πάλι, ως ο "καλύτερος επενδυτής στον κόσμο", ο Warren Buffett είπε: "Ο κίνδυνος προέρχεται από το να μην ξέρεις τι κάνεις..."

Ο Sinha (2015) επιβεβαίωσε ότι ο κύριος λόγος που οι επενδυτές ακολουθούν αγελαία συμπεριφορά είναι ότι υποθέτουν ότι οι δικές τους πληροφορίες είναι χαμηλής ποιότητας και ότι άλλοι επενδυτές έχουν πληροφορίες υψηλότερης ποιότητας και, ως εκ τούτου, δίνουν μικρότερη βαρύτητα στις δικές τους απόψεις και μεγαλύτερη βαρύτητα στις απόψεις των άλλων. Οι Venezia et al (2011) συμφώνησαν ότι η αγέλη είναι κυρίως αποτέλεσμα της διαθεσιμότητας πληροφοριών ή της έλλειψής τους και της έμφυτης δυσπιστίας στις δικές τους πληροφορίες. Υπάρχει επίσης άφθονη υποστήριξη ότι η αγέλη είναι μια μορφή κοινωνικής επιρροής στους ανθρώπους όπου οι άνθρωποι επιθυμούν να βρουν κοινά πράγματα με τους γύρω τους και να αισθάνονται καλύτερα για τον εαυτό τους όταν οι αποφάσεις τους συμφωνούν με τους συντρόφους τους (Andersson et al., 2014 Roider & Voskort, 2016; Spyrou, 2013).

Οι Roider και Voskort (2016) έκαναν ένα πείραμα για να προσπαθήσουν να δοκιμάσουν τη θεωρία της συμπεριφοράς αγέλης μεταξύ των επενδυτών διαχωρίζοντας μια ομάδα που είχε την ευκαιρία να ακολουθήσει την αγέλη και μια άλλη ομάδα που έπρεπε να αποφασίζει μόνη της. Στην πρώτη ομάδα, όπου οι επενδυτές γνώριζαν τις επενδυτικές αποφάσεις των γύρω τους, βρήκαν μεγαλύτερη τάση να ακολουθήσουν το πλήθος και να διαμορφώσουν κοινές επιλογές μετοχών, σε σύγκριση με την ομάδα που δεν γνώριζε τις επιλογές μετοχών των γύρω τους. Είναι σαφές ότι

υπάρχει μια ψυχολογική τάση για τους επενδυτές να δίνουν ένα μεγάλο βάρος στις απόψεις των γύρω τους από ότι στις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις.

Δυστυχώς, όπως επεσήμαναν οι Venezia et al. (2011), υπάρχουν άφθονες αποδείξεις ότι η «συμπεριφορά αγέλης» δεν υπάρχει μόνο μεταξύ των κοινών επενδυτών, αλλά και μεταξύ επαγγελματιών και αναλυτών. Ωστόσο, διαπίστωσαν ότι υπήρχε χαμηλότερη τάση για αγelaiία συμπεριφορά μεταξύ των επαγγελματιών επενδυτών, η οποία μπορεί να αποδοθεί στην οικονομική τους κατάρτιση. Ωστόσο, η τάση για αγέλη εξακολουθεί να εμφανίζεται μεταξύ των επαγγελματιών και οι Andersson et al. (2014) την χωρίζει σε δύο κατηγορίες: έμμεση και άμεση επιρροή.

- Η έμμεση επιρροή προκύπτει από κοινές γνώσεις, τρέχουσες μόδες αγορών μετοχών ή κοινά επενδυτικά στυλ και είναι πρακτικά αναπόφευκτη.
- Η άμεση επιρροή προκύπτει από το κόστος φήμης για τον επαγγελματία εάν αποκλίνει από τις συνιστώμενες επιλογές από την γενική συναίνεση

Υπάρχουν πολλές αποδείξεις ότι οι αναλυτές επηρεάζονται καθώς προσαρμόζουν τις δικές τους προβλέψεις στους γύρω τους, έτσι ώστε αν κάνουν λάθος δεν υπάρχει ζημιά στη φήμη τους επειδή όλοι οι άλλοι γύρω τους έκαναν λάθος, αλλά αν παρεκκλίνουν από την αγέλη και είναι οι μόνοι αναλυτές που έκαναν λάθος, θα μπορούσαν να χάσουν τη δουλειά τους (Roider & Voskort, 2016; Spyrou, 2013). Οι Andersson et al. (2014) έδειξαν επίσης ότι οι προβλέψεις άλλων αναλυτών θα μπορούσαν να κάνουν τους αναλυτές να κάνουν οι ίδιοι ανακριβείς προβλέψεις.

Οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι η αγέλη έχει αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά αποσταθεροποιώντας τις τιμές και προκαλώντας επεισόδια που μοιάζουν με φούσκες (Andersson et al., 2014; Spyrou, 2013). Εάν πολλοί επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις παρόμοιες μεταξύ τους, μπορεί να δημιουργήσει μια ξαφνική και ευμετάβλητη αλλαγή στις τιμές εάν το κοπάδι αλλάξει γνώμη για μια συγκεκριμένη μετοχή ή την εμπιστοσύνη τους στην αγορά στο σύνολό της. Οι Venezia et al. (2011) διαπίστωσαν ότι η «συμπεριφορά αγέλης» συσχετίζεται θετικά και σημαντικά με το επίπεδο μεταβλητότητας στο χρηματιστήριο, γεγονός που δημιουργεί μεγαλύτερο πρόβλημα επειδή ο Spyrou (2013) έδειξε ότι οι επενδυτές συχνά μιμούνται τις ενέργειες άλλων σε περιόδους κρίσης και αβεβαιότητας. Αυτό δημιουργεί έναν ατέρμονο κύκλο όπου η

αγέλη και η μεταβλητότητα της αγοράς κλιμακώνονται ταυτόχρονα καθώς οι επενδυτές πανικοβάλλονται.

Οι Economou, Kostakis και Philippas (2010) εξέτασαν τη συμπεριφορά της αγέλης σε ακραίες συνθήκες της αγοράς χρησιμοποιώντας καθημερινά στοιχεία από το ελληνικό, ιταλικό, πορτογαλικό και ισπανικό χρηματιστήρια για τα έτη 1998-2008, δηλαδή την ύπαρξη ασύμμετρης συμπεριφοράς αγέλης που σχετίζεται με τις αποδόσεις της αγοράς, τον όγκο συναλλαγών και τη μεταβλητότητα των αποδόσεων. Μαζί με αυτό, διερεύνησαν επίσης την παρουσία συμπεριφοράς αγέλης κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι η προκατάληψη της αγέλης θεωρείται ισχυρότερη κατά τη διάρκεια περιόδων ανόδου των αγορών σε αυτά τα χρηματιστήρια. Η αγέλη είναι παρούσα στο πορτογαλικό χρηματιστήριο σε περιόδους πτωτικής απόδοσης και δεν υπάρχουν στοιχεία για την αγέλη στο ισπανικό χρηματιστήριο. Τέλος, λένε ότι υπάρχουν στοιχεία για την αγέλη κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 μόνο για το πορτογαλικό χρηματιστήριο και ενδείξεις αντι-αγέλης για τα ισπανικά και τα ιταλικά χρηματιστήρια. Η συμπεριφορά των επενδυτών φαίνεται να ήταν λογική για το ελληνικό χρηματιστήριο κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

## Επίλογος

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, ένα υποπεδίο των συμπεριφορικών οικονομικών, προτείνει ότι οι ψυχολογικές επιρροές και οι προκαταλήψεις επηρεάζουν τις οικονομικές συμπεριφορές των επενδυτών και των οικονομικών επαγγελματιών. Επιπλέον, οι επιρροές και οι προκαταλήψεις μπορεί να είναι η πηγή για την εξήγηση όλων των τύπων ανωμαλιών της αγοράς και συγκεκριμένα των ανωμαλιών της αγοράς



στη χρηματιστηριακή αγορά, όπως σοβαρές αυξήσεις ή μειώσεις στην τιμή της μετοχής.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να αναλυθεί από ποικίλες οπτικές γωνίες. Οι αποδόσεις του χρηματιστηρίου είναι ένας τομέας της χρηματοοικονομικής όπου οι ψυχολογικές συμπεριφορές συχνά θεωρείται ότι επηρεάζουν τα αποτελέσματα και τις αποδόσεις της αγοράς, αλλά υπάρχουν επίσης πολλές διαφορετικές οπτικές γωνίες για παρατήρηση.

Ο σκοπός της ταξινόμησης της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι να βοηθήσει στην κατανόηση γιατί οι άνθρωποι κάνουν ορισμένες οικονομικές επιλογές και πώς αυτές οι επιλογές μπορούν να επηρεάσουν τις αγορές. Στο πλαίσιο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, θεωρείται ότι οι χρηματοοικονομικοί συμμετέχοντες δεν είναι απόλυτα ορθολογικοί και αυτοελεγχόμενοι, αλλά μάλλον επηρεάζουν ψυχολογικά με κάπως φυσιολογικές και αυτοελεγχόμενες τάσεις.

Μία από τις βασικές πτυχές των μελετών συμπεριφορικών οικονομικών είναι η επιρροή των προκαταλήψεων. Προκαταλήψεις μπορεί να προκύψουν για διάφορους λόγους. Οι προκαταλήψεις μπορούν συνήθως να ταξινομηθούν σε μία από τις πέντε βασικές έννοιες. Η κατανόηση και η ταξινόμηση διαφορετικών τύπων μεροληψιών συμπεριφορικής χρηματοοικονομική μπορεί να είναι πολύ σημαντική όταν περιορίζουμε τη μελέτη ή την ανάλυση των αποτελεσμάτων και των αποτελεσμάτων του κλάδου ή του κλάδου.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, όπως είδαμε και σε προηγούμενη ενότητα περιλαμβάνει συνήθως πέντε βασικές έννοιες:

- Διανοητική λογιστική: Η νοητική λογιστική αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να διαθέσουν χρήματα για συγκεκριμένους σκοπούς.
- Συμπεριφορά αγέλης: Η συμπεριφορά αγέλης δηλώνει ότι οι άνθρωποι τείνουν να μιμούνται τις οικονομικές συμπεριφορές της πλειοψηφίας της αγέλης.
- Συναισθηματικό χάσμα: Το συναισθηματικό χάσμα αναφέρεται στη λήψη αποφάσεων που βασίζεται σε ακραία συναισθήματα ή συναισθηματικές καταπονήσεις όπως άγχος, θυμός, φόβος ή ενθουσιασμός. Συχνά, τα

συναίσθημα είναι ένας βασικός λόγος για τον οποίο οι άνθρωποι δεν κάνουν ορθολογικές επιλογές.

- Αγκύρωση: Η αγκύρωση αναφέρεται στην προσάρτηση ενός επιπέδου δαπανών σε μια συγκεκριμένη αναφορά. Τα παραδείγματα μπορεί να περιλαμβάνουν δαπάνες που βασίζονται σταθερά σε επίπεδο προϋπολογισμού ή εξορθολογισμό των δαπανών με βάση διαφορετικά βοηθητικά προγράμματα ικανοποίησης.
- Αυτο-απόδοση: Η αυτο-απόδοση αναφέρεται στην τάση να κάνει επιλογές που βασίζονται στην υπερβολική εμπιστοσύνη στις γνώσεις ή τις δεξιότητές του. Η αυτοαπόδοση συνήθως πηγάζει από μια εγγενή ικανότητα σε μια συγκεκριμένη περιοχή. Σε αυτήν την κατηγορία, τα άτομα τείνουν να κατατάσσουν τις γνώσεις τους υψηλότερα από τους άλλους, ακόμη και όταν αντικειμενικά υπολείπονται.

Καταρρίπτοντας περαιτέρω τις προκαταλήψεις, έχουν εντοπιστεί πολλές μεμονωμένες προκαταλήψεις και τάσεις για τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ανάλυση.

Μερικά από αυτά περιλαμβάνουν:

- Προκατάληψη επιβεβαίωσης

Η μεροληψία επιβεβαίωσης είναι όταν οι επενδυτές έχουν μια προκατάληψη ως προς την αποδοχή πληροφοριών που επιβεβαιώνουν την πίστη τους σε μια επένδυση. Εάν εμφανιστούν πληροφορίες, οι επενδυτές τις αποδέχονται εύκολα για να επιβεβαιώσουν ότι έχουν δίκιο σχετικά με την επενδυτική τους απόφαση—ακόμα κι αν οι πληροφορίες είναι εσφαλμένες.

- Βιωματική Μεροληψία

Μια βιωματική προκατάληψη εμφανίζεται όταν η μνήμη των επενδυτών για τα πρόσφατα γεγονότα τους κάνει μεροληπτικούς ή τους οδηγεί να πιστεύουν ότι το γεγονός είναι πολύ πιο πιθανό να επαναληφθεί. Για το λόγο αυτό, είναι επίσης γνωστό ως μεροληψία πρόσφατου ή μεροληψία διαθεσιμότητας.

Για παράδειγμα, η οικονομική κρίση το 2008 και το 2009 οδήγησε πολλούς επενδυτές στην έξοδο από το χρηματιστήριο. Πολλοί είχαν μια θλιβερή άποψη για τις αγορές και

πιθανότατα περίμεναν περισσότερες οικονομικές δυσκολίες τα επόμενα χρόνια. Η εμπειρία να έχουν περάσει από ένα τόσο αρνητικό συμβάν αύξησε την προκατάληψη ή την πιθανότητα να επαναληφθεί το συμβάν. Στην πραγματικότητα, η οικονομία ανέκαμψε και η αγορά ανέκαμψε τα επόμενα χρόνια.

- Αποστροφή για την απώλεια

Η αποστροφή για την απώλεια εμφανίζεται όταν οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη στάθμιση στην ανησυχία για ζημιές παρά στην ευχαρίστηση από τα κέρδη της αγοράς. Με άλλα λόγια, είναι πολύ πιο πιθανό να προσπαθήσουν να δώσουν μεγαλύτερη προτεραιότητα στην αποφυγή ζημιών παρά στην επίτευξη επενδυτικών κερδών. Ως αποτέλεσμα, ορισμένοι επενδυτές μπορεί να θέλουν υψηλότερη πληρωμή για να αντισταθμίσουν τις ζημιές. Εάν η υψηλή απόδοση δεν είναι πιθανή, μπορεί να προσπαθήσουν να αποφύγουν τις απώλειες συνολικά, ακόμη κι αν ο κίνδυνος της επένδυσης είναι αποδεκτός από λογική άποψη.

Εφαρμόζοντας την αποστροφή για τις ζημιές στις επενδύσεις, το λεγόμενο φαινόμενο διάθεσης εμφανίζεται όταν οι επενδυτές πωλούν τους νικητές τους και κολλάνε τους ηττημένους τους. Η σκέψη των επενδυτών είναι ότι θέλουν να πραγματοποιήσουν κέρδη γρήγορα.

Ωστόσο, όταν μια επένδυση χάνει χρήματα, θα την κρατήσουν επειδή θέλουν να επιστρέψουν στην αρχική τους τιμή. Οι επενδυτές τείνουν να παραδέχονται ότι έχουν δίκιο σχετικά με μια επένδυση γρήγορα (όταν υπάρχει κέρδος). Ωστόσο, οι επενδυτές διστάζουν να παραδεχτούν τότε έκαναν ένα επενδυτικό λάθος (όταν υπάρχει απώλεια).

Το ελάττωμα στη μεροληψία διάθεσης είναι ότι η απόδοση της επένδυσης συνδέεται συχνά με την τιμή εισόδου για τον επενδυτή. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές μετρούν την απόδοση της επένδυσής τους με βάση την ατομική τιμή εισόδου τους, αγνοώντας τα θεμελιώδη στοιχεία ή τα χαρακτηριστικά της επένδυσης που μπορεί να έχουν αλλάξει.

- Μεροληψία εξοικείωσης

Η μεροληψία εξοικείωσης είναι όταν οι επενδυτές τείνουν να επενδύουν σε ό,τι γνωρίζουν, όπως εγχώριες εταιρείες ή τοπικές επενδύσεις. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές δεν διαφοροποιούνται σε πολλούς τομείς και είδη επενδύσεων, γεγονός που

μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο. Οι επενδυτές τείνουν να πηγαίνουν με επενδύσεις που έχουν ιστορία ή με τις οποίες γνωρίζουν.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μας βοηθά να κατανοήσουμε πώς οι οικονομικές αποφάσεις σχετικά με πράγματα όπως οι επενδύσεις, οι πληρωμές, ο κίνδυνος και το προσωπικό χρέος, επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τα ανθρώπινα συναισθήματα, τις προκαταλήψεις και τους γνωστικούς περιορισμούς του νου στην επεξεργασία και την απόκριση σε πληροφορίες.;

Η κυρίαρχη θεωρία, από την άλλη πλευρά, κάνει τις υποθέσεις στα μοντέλα της ότι οι άνθρωποι είναι λογικοί δρώντες, ότι είναι απαλλαγμένοι από συναισθήματα ή τις επιδράσεις της κουλτούρας και των κοινωνικών σχέσεων και ότι οι άνθρωποι μεγιστοποιούν τη χρησιμότητα με ιδιοτελή συμφέροντα.

Υποθέτει επίσης, κατ' επέκταση, ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι επιχειρήσεις είναι ορθολογικοί οργανισμοί μεγιστοποίησης των κερδών. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αντικρούει καθεμία από αυτές τις υποθέσεις.

Κατανοώντας πώς και πότε οι άνθρωποι αποκλίνουν από τις ορθολογικές προσδοκίες, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική παρέχει ένα σχέδιο που μας βοηθά να λαμβάνουμε καλύτερες, πιο ορθολογικές αποφάσεις όσον αφορά τα οικονομικά ζητήματα.

## Βιβλιογραφία – πηγές

Βαρακλή, Α. 2016. Συμπεριφορικά οικονομικά: μια εναλλακτική προσέγγιση. Ανακτήθηκε την 12/2/2022 από <https://nudgeunitgreece.com/el/2016/11/04/behavioral-economics-an-alternative-perspective/>

Kahneman, D. 2013. Σκέψη, αργή και γρήγορη. Συμπεριφορική οικονομική, μηχανισμοί λήψης αποφάσεων, γνωσιακή επιστήμη. Αθήνα: Κάτοπτρο

Kahneman, D. 2021. Θόρυβος, ένα ελάττωμα της ανθρώπινης κρίσης. Αθήνα: Κάτοπτρο

Thaler, H.R., 2018. Παράτυπη συμπεριφορά. Η διαμόρφωση και η ανάδειξη της συμπεριφορικής οικονομικής. Αθήνα: Κάτοπτρο

Χαϊτίδου, Σ & Παλληκαρίδης, Ν. 2020. Συμπεριφορική οικονομική: σημείο συνάντησης επιστημών. Business Review Greece. Ανακτήθηκε την 12/2/2022 από <https://businessrev.gr/2020/03/17/%CF%83%CF%85%CE%BC%CF%80%CE%B5%CF%81%CE%B9%CF%86%CE%BF%CF%81%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CF%83%CE%B7%CE%BC%CE%B5%CE%AF%CE%BF-%CF%83%CF%85%CE%BD/>

Andersson, M., Hedesstrom, M., & Garling, T. (2014). A social-psychological perspective on herding in stock markets. *Journal of Behavioral Finance*, 15(3), 226234.

Ariely, D. (2008). Predictably irrational: The hidden forces that shape our decisions. HarperCollins Publishers.

Baker, K., Ricciardi, V., (2015) Understanding Behavioral Aspects of Financial Planning and Investing. *Journal of Financial Planning*, Volume 28, Issue 3, pp. 22-26, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2596202>

Barber, Brad M., and Odean, Terrance. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics* 116(1): 261 – 292

Barberis, Nicholas and Thaler, Richard. 2003. A Survey of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science B.V: 1054-1056.

Belsky, G. Gilovich, T., (1999). <http://introduction.behaviouralfinance.net/>.

Choi, J. J., Laibson, D., & Madrian, B. C. (2009). Mental accounting in portfolio choice: Evidence from a flypaper effect. *The American Economic Review*, 99(5), 2085-2095.

De Bondt, W. F. and Thaler, R. H. (1995). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 385-410.

Economou, F., Kostakis, A., Philippas, N., (2010), An Examination of Herd Behavior in Four Mediterranean Stock Markets. Athens: 9th Annual Conference, European Economics and Finance Society.

Gavriilidis, K., Kallinterakis, V., & Leire-Ferreira, M. P. (2013). On the impact of style investing over institutional herding: Evidence from a highly concentrated market. *Investment Management and Financial Innovations*, 10(4), 27-42. [http://businessperspectives.org/component/option,com\\_journals/task,journal/id,4/Itemid,74/](http://businessperspectives.org/component/option,com_journals/task,journal/id,4/Itemid,74/)

Hirshleifer, Δ., (2001) “Investor Psychology and Asset Pricing”, working paper, Fisher College of Business, The Ohio State University.

Hirshleifer, D. (2015). Behavioral finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 133-159.

Heukelom, F., (2014) Mainstreaming Behavioral Economics, *Journal of Economic Methodology* 21 (1):92-95 (2014)

Holden, R. (2015). Economic theories that have changed us: efficient markets and behavioural finance. Retrieved from The Conversation web site: <http://theconversation.com/economic-theories-that-have-changed-us-efficientmarkets-and-behavioural-finance-42121>

Gilovich, T., Griffin, D., Kahneman, D., (2002). *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge : Cambridge University Press.

Grossman, S., Stiglitz, J. (1980). On the impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review* 70(3): 393 – 408

Fama, E., (1998) Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics*, Volume 49, Issue 3

Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. New York, NY: Farrar, Straus and Giroux.

Kahneman, D., Tversky, A., (1973) On the psychology of prediction. *Psychological Review* 80(4): 237 – 251.

Kahneman, D., Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

Kishore R., (2004) *Theory of Behavioural Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm*, Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference, January 22-25, Auckland, New Zealand

Langer, E., (1975) “The Illusion of Control,” *Journal of Personality and Social Psychology* 32 (1975): 311–328.

Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R., 1(994). Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *Journal of Finance* 49:1541–1578.

Link by link: a short history of modern finance (2008, October 16). Retrieved from The Economist web site: <http://www.economist.com/node/12415730>

Montier, J., (2002). *Cognitive Dissonance*.  
<http://cognitivedissonance.Behaviouralfinance.net/>

Montier, J. (2003). *Global Equity Strategy: The Gamblers’ Fallacy*.  
<http://gamblersfallacy.behaviouralfinance.net/Montier2003.pdf>.

O’Hagan, A., Buck, C. E., Daneshkhah, A., Eiser, J R., Garthwaithe, P. H., Jenkinson, D. J., Oakley, J. E., and Rakow, T..(2006). *Uncertain Judgements: Eliciting Experts’ Probabilities*. USA: John Wiley & Sons.

Olsen, R. (1998) *Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility*. *Investment Management and Research Financial Analysis Journal*, 2, 10-18

- Olsen, R.A. (2010). Toward a theory of behavioral finance: implications from the natural sciences. *Qualitative Research in Financial Markets*, 2(2), 100-128.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral finance and wealth management*. USA: John Wiley & Sons.
- Pompian, M. M. (2012) *Behavioral finance and investor types*, USA: John Wiley & Sons.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 46(1) : 3 – 27.
- Roider, A., & Voskort, A. (2016). Reputational herding in financial markets: A laboratory experiment. *Journal of Behavioral Finance*, 17(3), 244-266.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Shefrin, Hersh. 2000. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. New York: Oxford University Press.
- Shiller, R.J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17:1, 83-104.
- Sinha, P. C. (2015). Stocks' pricing dynamics and behavioral finance: A review. *Management Science Letters*, 5(9), 797-820.
- Subash, R. (2012). *Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions: Evidence from India*. Retrieved from the Charles University in Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies web site: [ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/20803](http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/20803)
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65-73. doi:10.1016/j.bir.2014.03.001
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). The Limits to Arbitrage. *Journal of Finance*, 52, 35-55.



Spyrou, S. (2013). Herding in financial markets: A review of the literature. *Review of Behavioral Finance*, 5(2), 175-194.

Subrahmanyam, A. (2008), *Behavioural Finance: A Review and Synthesis*. *European Financial Management*, 14: 12-29.

Thaler, R. H. (Ed.). (1993). *Advances in behavioral finance*. Russell Sage Foundation.

Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60. doi:10.1016/0167-2681(80)90051-7

Thaler, R., “Mental Accounting Matters,” *Journal of Behavioral Decision Making* 12, no. 3: 183–206.

Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392-406. doi:10.1086/260971

Venezia, I., Nashikkar, A., & Shapira, Z. (2011). Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1599-1609.

<https://euretirio.com/symperiforiki-xrimatooikonomiki/>