



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

(BEHAVIORAL FINANCE)

ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΑΘΗΝΑ

ΒΟΛΟΣ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2016

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|---|
| Πρόλογος | 4 |
| Περίληψη..... | 5 |
| Σκοπός-σημασία του θέματος της μελέτης..... | 6 |
| Εισαγωγή..... | 7 |

Κεφάλαιο 1^ο Ο κλάδος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

| | | |
|-----|---|----|
| 1.1 | Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική..... | 9 |
| 1.2 | Βιβλιογραφική ανασκόπηση Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής..... | 12 |
| 1.3 | Κριτική που ασκήθηκε στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική..... | 15 |
| 1.4 | Αντικείμενα μελέτης Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής..... | 17 |

Κεφάλαιο 2^ο Από την θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

| | | |
|--------|--|----|
| 2.1 | Η θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών..... | 19 |
| 2.2 | Μορφές Αποτελεσματικής Αγοράς..... | 20 |
| 2.3 | Μελέτες μη ύπαρξης Αποτελεσματικών Αγορών..... | 22 |
| 2.3.1 | Ημερολογιακές Ανωμαλίες..... | 23 |
| 2.3.2 | Χρηματιστηριακές Κρίσεις..... | 25 |
| 2.3.3 | Χρηματιστηριακές Φούσκες..... | 25 |
| 2.3.4 | Χρηματιστηριακές Μόδες..... | 26 |
| 2.3.5 | Υπερβολική Μεταβλητότητα..... | 26 |
| 2.3.6 | Το φαινόμενο της πρωινής Ηλιοφάνειας..... | 26 |
| 2.3.7 | Ο Γρίφος του Πρίμ των Μετοχών..... | 27 |
| 2.3.8 | Ο Γρίφος των Μερισμάτων..... | 27 |
| 2.3.9 | Το φαινόμενο του Μεγέθους..... | 28 |
| 2.3.10 | Το MomentumEffect | 28 |

Κεφάλαιο 3^ο Κανόνες Συμπεριφοράς Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

| | | |
|-------|-----------------------------|----|
| 3.1 | Πεποιθήσεις..... | 30 |
| 3.1.1 | Υπερ- αυτοπεποίθηση..... | 30 |
| | Αντιπροσωπευτικότητα..... | 31 |
| 3.1.3 | | |
| | Συντηρητισμός..... | 31 |
| | | 31 |

| | | |
|-------|-----------------------------------|----|
| | Προσκόλληση-Αγκίστρωση..... | 32 |
| 3.1.5 | Μεροληψία Διαθεσιμότητας..... | 33 |
| 3.1.6 | Το Λάθος του Τζογαδόρου..... | 34 |
| 3.1.7 | Η συμπεριφορά της Αγέλης..... | 34 |
| 3.1.8 | Αισιοδοξία – Θετική Σκέψη..... | 35 |
| 3.1.9 | Προσκόλληση στις Πεποιθήσεις..... | 36 |
| 3.2 | Προτιμήσεις..... | 36 |
| 3.2.1 | Η θεωρία της Προοπτικής..... | 36 |
| 3.2.2 | Αποστροφή Ζημίας..... | 37 |
| 3.2.3 | Αποστροφή Μετανοίας..... | 38 |
| 3.2.4 | Πλαισίωση ή Διατύπωση..... | 39 |
| 3.2.5 | Νοητική Λογιστική..... | 39 |

Κεφάλαιο 4ο Φήμες & Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

| | | |
|-----|--|----|
| 4.1 | Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Φήμες..... | 41 |
| 4.2 | Κατηγορίες Φημών..... | 43 |
| 4.3 | Λόγοι ανάπτυξης Φημών..... | 45 |
| 4.4 | Συνέπειες των φημών στις χρηματαγορές..... | 47 |
| 4.5 | Στρατηγικές ελέγχου & αντιμετώπισης φημών..... | 49 |
| 4.6 | Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική..... | 50 |

Κεφάλαιο 5ο Εμπειρική διερεύνηση της ψυχολογίας των επενδυτών, ο αντίκτυπος της στους χρηματιστηριακούς δείκτες.

| | | |
|-------|--|----|
| 5.1 | Χρηματαγορές & Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική..... | 52 |
| 5.2 | Εμπειρική διερεύνηση των διαφόρων θορύβων στη χρηματαγορά..... | 54 |
| 5.2.1 | Οικονομική Κρίση & Πολιτικές Αποφάσεις..... | 54 |
| 5.2.2 | Φήμες περί συγχωνεύσεων..... | 57 |
| 5.2.3 | Σκάνδαλα & επενδυτική ψυχολογία..... | 60 |
| 5.2.4 | Τρομοκρατικές επιθέσεις & αγορές..... | 61 |
| 5.3 | Συμπεράσματα εμπειρικής έρευνας..... | 65 |

Συμπεράσματα.....67

Βιβλιογραφία.....69

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ – ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Πίνακες

| | |
|---|----|
| Πίνακας 1: Κατηγοριοποίηση των φημών με βάση την πηγή προέλευσης και το είδος εμφάνισής τους..... | 44 |
| Πίνακας 2: Τιμές κλεισίματος χρηματιστηριακών δεικτών την 11 ^η Σεπτεμβρίου 2001..... | 62 |

Διαγράμματα

| | |
|---|----|
| Διάγραμμα 1: Οι επιστημονικοί κλάδοι που συνθέτουν την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική..... | 10 |
| Διάγραμμα 2: Λόγοι ανάπτυξης φημών..... | 46 |
| Διάγραμμα 3: Διακύμανση Γενικού Δείκτη Τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών..... | 54 |
| Διάγραμμα 4: Σημαντικά πολιτικά γεγονότα και πορεία Γενικού Δείκτη Τιμών..... | 56 |
| Διάγραμμα 5: Τιμή κλεισίματος μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς και όγκος συναλλαγών..... | 57 |
| Διάγραμμα 6: Διακύμανση τιμής μετοχής Τράπεζας Πειραιώς..... | 58 |
| Διάγραμμα 7: Διακύμανση τιμής μετοχής Τράπεζας Κύπρου..... | 59 |
| Διάγραμμα 8: Διακύμανση τιμής μετοχής Volkswagen..... | 60 |
| Διάγραμμα 9: Διακύμανση τιμής κλεισίματος δείκτη DowJones..... | 62 |
| Διάγραμμα 10: Διακύμανση τιμής κλεισίματος δείκτη CAC 40..... | 64 |
| Διάγραμμα 11: Διακύμανση τιμής μετοχής AirFranceKLMSA..... | 64 |

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί έναν νέο επιστημονικό κλάδο των οικονομικών που αναπτύχθηκε στην δεκαετία του 1990. Συνδυάζει την χρηματοοικονομική με τις κοινωνικές επιστήμες και κυρίως την ψυχολογία διότι είναι βασισμένη στην παραδοχή ότι οι επενδυτικές επιλογές καθοδηγούνται από την ψυχολογία των ανθρώπων.

Οι θεωρίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής δημιουργήθηκαν προκειμένου να εξηγηθούν ανωμαλίες και διακυμάνσεις που προκαλούνται στις χρηματαγορές οι οποίες μέχρι πρότινος δεν μπορούσαν να ερμηνευθούν από τις κλασσικές θεωρίες των οικονομικών που ήταν βασισμένες στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών και θεωρούσαν ότι όλοι οι επενδυτές δρουν ορθολογικά.

Η νέα αυτή αντίληψη για την χρηματοοικονομική θεωρία αποτελεί μια επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με απώτερο σκοπό να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Η ιδιαίτερη σημασία αυτού του νέου πεδίου της χρηματοοικονομικής επιστήμης αποδεικνύεται από την παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση η οποία πυροδότησε την εμφάνιση ακραίων οικονομικών καταστάσεων και σημαντικών διακυμάνσεων στην αγορά με αποτέλεσμα οι ερευνητές της οικονομικής επιστήμης να επαναξιολογήσουν τον τρόπο λειτουργίας των αγορών αναθεωρώντας τις απόψεις τους για τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις, ιδιαίτερα σε περιόδους αστάθειας, αβεβαιότητας και έντονης μεταβλητότητας στην αγορά.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ερμηνεία και η εξήγηση όλων αυτών των φαινομένων που οδηγούν έναν επενδυτή να λάβει λανθασμένες αποφάσεις ώστε τελικά να αποδειχθεί ότι οι αγορές, έξω από την τυπική τους μορφή, απεικονίζουν τις σκέψεις και τα συναισθήματα όσων συμμετέχουν σε αυτή.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο να εξετάσει τις βασικές αρχές και παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές αρχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Αναλύονται οι λόγοι που συντέλεσαν στην ανάπτυξη αυτού του νέου κλάδου των οικονομικών, επιχειρείται να γίνει όσο το δυνατόν πληρέστερη βιβλιογραφική ανασκόπηση καθώς και αναφορά στην κριτική που ασκήθηκε στον τομέα των συμπεριφορικών οικονομικών. Τέλος γίνεται μια σύντομη παρουσίαση των αντικειμένων που μελετούν τα συμπεριφορικά οικονομικά.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται εκτενής αναφορά στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, αναφέρονται οι μορφές αποτελεσματικής αγοράς και παρουσιάζεται η υπόθεση μη ύπαρξης αποτελεσματικών αγορών βάσει των ανωμαλιών που εμφανίζονται στις αγορές. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα πιο βασικά φαινόμενα που στηρίζουν την υπόθεση της μη ύπαρξης των αποτελεσματικών αγορών.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι προτιμήσεις και οι πεποιθήσεις που επηρεάζουν την διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αυτής της εργασίας γίνεται μια σύνδεση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής με τις διάφορες φήμες που κατακλύζουν τις χρηματαγορές. Παρουσιάζονται τα είδη των φημών, οι συνέπειες από την διάδοση τους και οι βασικές στρατηγικές αντιμετώπισης τους.

Τέλος στο πέμπτο κεφάλαιο επιχειρείται να μελετηθεί η επίδραση των φημών καθώς και γεγονότων που απασχόλησαν έντονα τις χρηματοοικονομικές αγορές, στην πορεία των επενδυτικών αποφάσεων μέσα από μία εμπειρική έρευνα στο Ελληνικό χρηματιστήριο.

Παρατίθενται τα συμπεράσματα της έρευνας καθώς και τις γενικής μελέτης και οι προτάσεις για περαιτέρω έρευνα του θέματος.

ΣΚΟΠΟΣ-ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας καινούργιος κλάδος των οικονομικών ο οποίος απασχολεί έντονα την οικονομική σκέψη, τα τελευταία χρόνια έχει διεισδύει στην οικονομική κοινότητα και έχει ανατρέψει τις κλασσικές θεωρίες περί αποτελεσματικών αγορών και ορθολογικών προσδοκιών του επενδυτή.

Στην αγορά δεν δραστηριοποιούνται μόνο ορθολογικά άτομα αλλά αντίθετα υπάρχουν και επενδυτές οι οποίοι παρουσιάζουν αποκλίσεις από την ορθολογικότητα και αυτό είναι αντικείμενο συστηματικής μελέτης. Επομένως, σήμερα ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να μελετήσει την αγορά, συνυπολογίζοντας την επίδραση της ψυχολογίας στις αποφάσεις των μελών της και έτσι να μπορέσει να αποκομίσει μεγαλύτερα οφέλη. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία αναπτύσσεται με ταχύτατους ρυθμούς, είναι ένας πολλά υποσχόμενος κλάδος των οικονομικών που εισέρχεται για τα καλά στην οικονομική σκέψη και στην ανάλυση των επενδυτικών δραστηριοτήτων. Έτσι μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική παίζει σπουδαίο ρόλο στην κατανόηση της λειτουργίας της χρηματοοικονομικής αγοράς αφού όπως θα αναφερθεί και στην συνέχεια οι επενδυτές δεν είναι πάντα ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων.

Στοχεύουμε λοιπόν στη διεξαγωγή μιας μελέτης από την οποία θα είμαστε σε θέση να βγάλουμε τα καλύτερα δυνατά συμπεράσματα για την λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς καθώς και για τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις αναλύοντας τους παράγοντες που προκαλούν απόκλιση από την ορθολογικότητα και συμβάλουν στην διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής αγοράς.

Σε αυτή τη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν πολλές μελέτες από διακεκριμένους οικονομολόγους που έχουν προσφέρει σημαντικές εξηγήσεις για αυτόν τον καινούργιο κλάδο των οικονομικών. Έτσι θα έχουμε μια σφαιρική άποψη για το τι έχει λεχθεί μέχρι στιγμής από τους ειδικούς.

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

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανθρώπινη φύση να εξηγεί τα πάντα γύρω της, και ειδικά στην οικονομία, αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα στην ανάπτυξη των οικονομικών θεωριών, οι οποίες έχουν ως βασική τους αρχή την ερμηνεία των τάσεων που δημιουργούνται και τον εντοπισμό των επιπτώσεων τους στην οικονομία. Οι κλασικοί οικονομολόγοι αντιμετώπισαν αρχικά την οικονομία ως ένα σύστημα με λογική αγνοώντας την φύση του ανθρώπου και ανέπτυξαν τις θεωρίες και τα μοντέλα τους με αυστηρά μαθηματικό χαρακτήρα.

Η παρατήρηση ωστόσο φαινομένων και συμπεριφορών στο πέρασμα του χρόνου δημιούργησαν ένα κενό στις κλασικές υποθέσεις και τα υποδείγματα της κλασικής θεωρίας βάσει των οποίων δεν μπορούσαν να εξηγηθούν οι ανωμαλίες των χρηματαγορών, έτσι άφησαν χώρο για την ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Για πολλά χρόνια, η χρηματοοικονομική επιστήμη βασίστηκε στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και ότι οι αποφάσεις τους απεικονίζουν την ορθολογικά διαμορφωμένη ιδιοσυγκρασία τους. Ωστόσο στην καθημερινή επενδυτική πρακτική παρατηρούνται φαινόμενα που δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή με γνώμονα την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασικά υποδείγματα αποτίμησης. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές δεν είναι πάντα ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων και ότι οι επιλογές τους καθοδηγούνται από ψυχολογικούς και κοινωνικούς παράγοντες. Εξαιτίας της αδυναμίας της παραδοσιακής θεωρίας να εξηγήσει τις επενδυτικές επιλογές λαμβάνοντας υπόψη και την ψυχολογία των ανθρώπων, δημιουργήθηκε αυτό το νέο πεδίο της χρηματοοικονομικής επιστήμης, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, η οποία στις μέρες αποτελεί σχεδόν αυτόνομο κλάδο της χρηματοοικονομικής, και προσπαθεί να καλύψει το κενό των παραδοσιακών θεωριών για την μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών προτείνοντας εναλλακτικές εξηγήσεις των ανωμαλιών στις αγορές με γνώμονα την ψυχολογία του επενδυτή. Ο νέος αυτός κλάδος της χρηματοοικονομικής επιστήμης, αναζητά να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων στηριζόμενος στην μη ορθολογικότητα των επενδυτών.

Στην χρηματοοικονομική αγορά πρωταρχικό ρόλο παίζει ο επενδυτής ο οποίος λαμβάνει τις αποφάσεις του με σκοπό να έχει το μεγαλύτερο δυνατόν κέρδος με το μικρότερο κόστος. Οι παράγοντες που θα οδηγήσουν τον επενδυτή να πάρει την τελική του απόφαση

θαμελετηθούν σε αυτή την εργασία έτσι ώστε να κατανοηθούν οι βασικοί μηχανισμοί της χρηματαγοράς και της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ.

1.1 Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία υποστήριζε στις υποθέσεις της ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων γεγονός που έχει οδηγήσει στην ανάπτυξη της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς. Σύμφωνα με αυτή οι ορθολογικοί επενδυτές παίρνουν αποφάσεις βασισμένοι σε οικονομικά στοιχεία για την κάθε εταιρεία και εκμεταλλεύονται κάθε πληροφορία για αυτήν. Αν όμως υποθέσουμε ότι υπάρχουν και μη ορθολογικοί επενδυτές τότε προκύπτει το ερώτημα του πώς αυτοί επηρεάζουν την λειτουργία της αγοράς.

Εμπειρικές μελέτες που εμφανίστηκαν αναφορικά με την απόδειξη της ύπαρξης ανωμαλιών στην αγορά έθεσαν σε αμφισβήτηση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, η οποία αποτελούσε βασική υπόθεση της νεοκλασικής θεωρίας. Έπειτα από αρκετές έρευνες κατέληξαν στο γεγονός ότι τα παραδοσιακά υποδείγματα της χρηματοοικονομικής θεωρίας δεν είναι πλήρη διότι δεν λαμβάνουν υπόψη τους σημαντικούς παράγοντες, όπως ψυχολογικούς. Έτσι εξαιτίας της αδυναμίας της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να εξηγήσει τα διάφορα φαινόμενα αναπτύχθηκε ένας κλάδος της χρηματοοικονομικής η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. (Barberis and Thaler, 2003)

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών και ένα ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο συνδυάζοντας τη χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της συμπεριφοράς αμφισβητώντας τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με βαθύτερο σκοπό να εξετάσει και να εξηγήσει τους λόγους που ωθούν τους επενδυτές να λάβουν τις αποφάσεις τους και να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη τους. (Sewel, 2010).

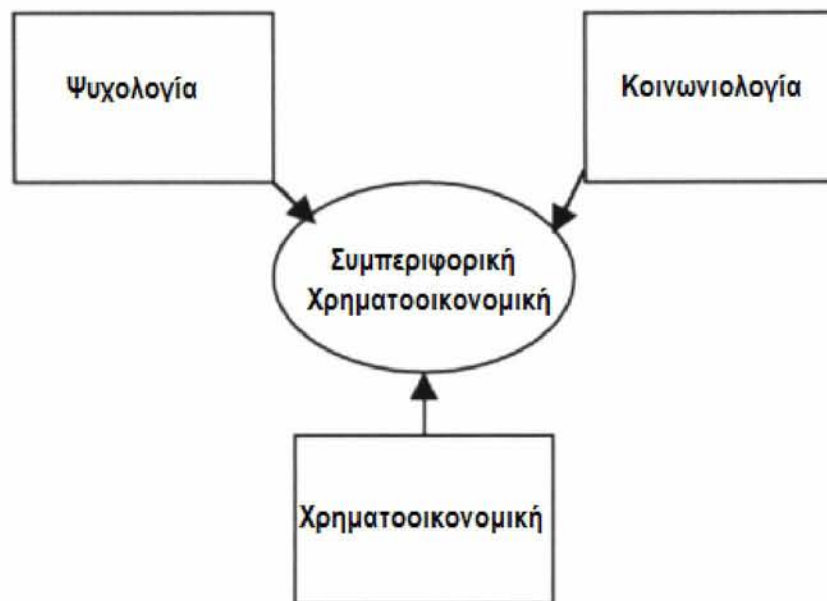
Έτσι με την χρήση κοινωνικών, ψυχολογικών και συναισθηματικών παραγόντων επιχειρεί να κατανοήσει τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων. Υποστηρίζει ότι τα φαινόμενα που παρουσιάζονται στις χρηματοοικονομικές αγορές μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας πρότυπα στα οποία οι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί, είτε διότι έχουν λανθασμένες πεποιθήσεις, είτε διότι παίρνουν ανεπαρκείς αποφάσεις που βρίσκονται σε αναντιστοιχία με την αναμενόμενη χρησιμότητα τους. (Barberis, 2003)

Επομένως κρίνεται απαραίτητη η μελέτη των προτύπων μη ορθολογικών επενδυτών και των φαινομένων που δημιουργούν στην αγορά ώστε να εξηγηθεί γιατί οι συμμετέχοντες σε αυτή προβαίνουν σε συστηματικά λάθη που επηρεάζουν τις τιμές και τις αποδόσεις των χρεογράφων και δημιουργούν αναποτελεσματικότητες στην αγορά. (Baltussen, 2009, Glaser, Noth&Neber, 2003)

Τέλος, προσφέρει την ευκαιρία να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς και αντίδρασης, ώστε η διαμόρφωση των πολιτικών να εξυπηρετεί κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις ανάγκες των καταναλωτών (Ritter,2002).

Πολλοί αναλυτές παρουσιάζουν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως συνάρτηση άλλων επιστημών και υποστηρίζουν ότι μπορεί να οριστεί ως η επιστήμη που συνδέει την επιστήμη των χρηματοοικονομικών με την επιστήμη της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας.

Διάγραμμα 1: Οι επιστημονικοί κλάδοι που συνθέτουν την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική



(Πηγή: Ricciardi V., Simon H., “What is Behavioral Finance?”, 2000, Business Education & Technology Journal)

Το παραπάνω διάγραμμα απεικονίζει τις σημαντικές διεπιστημονικές σχέσεις των κοινωνικών επιστημών με την χρηματοοικονομική και πως αυτές συνθέτουν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Μελετώντας τις έννοιες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, παρατηρείται ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική αποτελεί ακόμη το κεντρικό στοιχείο. Ωστόσο, οι συμπεριφορικές πτυχές της ψυχολογίας και κοινωνιολογίας είναι αναπόσπαστα μέρη σε αυτόν τον τομέα μελέτης. Συνεπώς, το άτομο που μελετά τη

συμπεριφορική χρηματοοικονομική, οφείλει να γνωρίζει σε ένα βαθμό το περιεχόμενο των εννοιών της ψυχολογίας, της κοινωνιολογίας και της χρηματοοικονομικής ώστε να κατανοήσει συνολικά την συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Σύμφωνα με τους Ricciardi και Simon (2000), τα παραπάνω τρία πεδία ορίζονται ως εξής:

- **Ψυχολογία:** Είναι η επιστημονική μελέτη της συμπεριφοράς, του νου, της σκέψης και των ψυχικών διεργασιών, μαζί με το πώς αυτές οι διεργασίες επηρεάζονται από τη φυσική, τη διανοητική κατάσταση ενός ατόμου και τις συνθήκες που επικρατούν στο εξωτερικό περιβάλλον.
- **Κοινωνιολογία:** Είναι η συστηματική κι επιστημονική μελέτη της κοινωνίας μέσα από την οποία διερευνάται η κοινωνική ζωή διακριτών ατόμων κι ομάδων. Εξετάζει τους κοινωνικούς κανόνες που συνδέουν και διαχωρίζουν τους ανθρώπους όχι μόνον ως άτομα, αλλά ως μέλη ομάδων, οργανώσεων και θεσμών. Ενδιαφέρεται για την συμπεριφορά των ατόμων ως κοινωνικά όντα και επικεντρώνεται κυρίως στην επίδραση των κοινωνικών σχέσεων για τη στάση και τη συμπεριφορά των ατόμων.
- **Χρηματοοικονομική:** Είναι ο κλάδος των οικονομικών που ασχολείται με την εξεύρεση και διαχείριση κεφαλαίων. Αποτελεί ουσιαστικά την επιστήμη που σχετίζεται με τον καθορισμό της αξίας και της λήψης αποφάσεων. Χρησιμοποιεί και διανέμει τα διαθέσιμα κεφάλαια κατά την πάροδο του χρόνου λαμβάνοντας υπόψη το ρίσκο απόδοσης της εκάστοτε επένδυσης.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει την χρηματοοικονομική από τη σκοπιά του ανθρώπινου παράγοντα και προσφέρει εξηγήσεις για πολλές χρηματιστηριακές ανωμαλίες όπως τα ημερολογιακά φαινόμενα, τις χρηματιστηριακές φούσκες, τις χρηματιστηριακές μόδες, τις χρηματοοικονομικές κρίσεις κ.α. που δημιουργούνται από τα συναισθήματα και τα γνωστικά λάθη των επενδυτών. (Ricciardi and Simon, 2000)

Πολλοί οικονομικοί αναλυτές προκειμένου να ερμηνεύσουν τις ανωμαλίες που παρατηρούσαν στις αγορές άρχισαν να εξετάζουν πιο προσεκτικά τη συμπεριφορά των μη ορθολογικών επενδυτών. Έτσι, μέσα από την συνεχή μελέτη όλων αυτών των αποκλίσεων από την τέλεια ορθολογική συμπεριφορά δημιουργήθηκε το νέο πεδίο της οικονομικής επιστήμης, που ονομάστηκε Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία επιδιώκει να εξηγήσει και να βελτιώσει την επίγνωση του ατόμου στους συναισθηματικούς και ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

1.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Κρίνεται αναγκαίο, πριν προχωρήσουμε στη βαθύτερη ανάλυση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής να εξηγήσουμε πως προέκυψε το ενδιαφέρον και η ανάγκη για εξέταση και για μελέτη του νέου αυτού πεδίου.

Ο κλάδος των Συμπεριφορικών Οικονομικών, και τα συναφή αντικείμενα μελέτης και έρευνας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, κάνοντας χρήση κοινωνικών, γνωστικών, ψυχολογικών και συναισθηματικών παραγόντων, επιδιώκουν να ερμηνεύσουν και να κατανοήσουν τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων με επενδυτικές δραστηριότητες, και τις επιπτώσεις αυτών στις τιμές της αγοράς. Με άλλα λόγια, προσπαθεί να ερμηνεύσει τη χρηματοοικονομική, μέσα από μια οπτική προσανατολισμένη στις κοινωνικές επιστήμες.

Τα συμπεριφορικά μοντέλα ενσωματώνουν χαρακτηριστικά στοιχεία που απορρέουν τόσο από την ψυχολογία, όσο και από την νεοκλασική οικονομική θεωρία, συνθέτοντας έτσι μια σειρά από έννοιες, μεθόδους και πεδία, που μοιάζουν ανομοιογενή μεταξύ τους. Οι αναλυτές του κλάδου ενδιαφέρονται για τις επιπτώσεις των αποφάσεων των μερών της οικονομίας στην αγορά και παράλληλα ασχολούνται με την έννοια της δημοσίας βούλησης που αποτελεί μια άλλη πηγή οικονομικών καθοδηγούμενων αποφάσεων με βασική επιδίωξη την μεγιστοποίηση ιδίου οφέλους.

Τα Συμπεριφορικά Οικονομικά, αποτελούν την εφαρμογή κοινωνικών μεθόδων και ιδιαίτερα της ψυχολογίας στα οικονομικά, επιλύοντας τις διάφορες ατέλειες που μπορεί να καταστήσουν κάποια μεγάλη ιδέα για ένα νέο οικονομικό θεσμό ανεφάρμοστο, εάν δεν εξεταστούν κατάλληλα. (Schiller 2005). Επιπλέον η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, είναι ένα νέο κεφάλαιο της χρηματοοικονομικής θεωρίας το οποίο προσπαθεί να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις της ψυχολογικής λήψης αποφάσεων στις χρηματαγορές (Olsen, 1998).

Ενστερνιζόμενοι την ανθρώπινη συμπεριφορά και τους ψυχολογικούς παράγοντες που καθοδηγούν την λήψη αποφάσεων τα κλασικά χρηματοοικονομικά μοντέλα θα μπορούσαν να εξελιχθούν ώστε να εξηγούν επαρκέστερα τη συμπεριφορά των αγορών και τις ανωμαλίες της μέσα από την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών του Fama που είχε ευρέως υιοθετηθεί από το 1970 και μετά. Συνέπεια αυτής της αδυναμίας ήταν η γέννηση του κλάδου της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Η δεκαετία του 1980 αποτέλεσε την αφετηρίασημαντικών ακαδημαϊκών συζητήσεων σχετικά με την σύνδεση της συμπεριφοράς των αγορών με τα οικονομικά μοντέλα των αποτελεσματικών αγορών. Η αρχή έγινε όταν οι Schiller (1981) , LeRoy καιPorter (1981), αναφέρουν σε άρθρα τους ότι η διαχρονική σταθερότητα της παρούσας αξίας, δηλώνει την ύπαρξη υπερβολικής διακύμανσης στην χρηματιστηριακή αγορά σε αντίθεση με την παρούσα αξία που προκύπτει από τα μοντέλα των Αποτελεσματικών Αγορών.

Το 1988, οι West(1988) , Campbell και Schiller (1988), προσπάθησαν χωρίς αποτέλεσμα να πολιτικοποιήσουν το φαινόμενο των εκπλήξεων ώστε να εξηγήσουν την υπερβολική διακύμανση των τιμών. Προγενέστερες μελέτες όμως είχαν δείξει ότι ο θόρυβος των αγορών ήταν αμελητέος και ότι η διακύμανση της αγοράς δεν μπορούσε να εξηγηθεί από καμία μεταβλητή του μοντέλου των Αποτελεσματικών Αγορών, στο οποίο οι τιμές μεταβάλλονταιβάση της προεξόφλησης των μελλοντικών της αποδόσεων. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, η εμφάνιση απρόσμενων υψηλών αποδόσεων στην αγορά που δεν ήταν εφικτό να ερμηνευθούν, επιβεβαιώνουν τον ισχυρισμό ότι τα οικονομικά μοντέλα δεν μπορούν να εξηγήσουν επαρκώς τις συμπεριφορές των αγορών. Οι ανωμαλίες της αγοράς έθεσαν υπό αμφισβήτηση τις αρχές της ορθολογικής συμπεριφοράςκαι κατ' επέκταση τη Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών,με αποτέλεσμα η μελέτη μοντέλων ανθρώπινης συμπεριφοράς να απασχολήσει την ακαδημαϊκή κοινότητα.

Σε έρευνα που διεξήγαγε ο Schiller το 1987, ανάμεσα σε 900 επενδυτές για τους παράγοντες που οδήγησαν στην απότομη πτώση του S&P και DowJonesτα 2/3 των συμμετεχόντων στην έρευναδηλώσαν πως υπεύθυνοι για τη μεγάλη πτώση που σημειώθηκε ήταν ψυχολογικοί παράγοντες. Τα αποτελέσματα της έρευνας δηλώνουν πως το 1/4 των επενδυτών αποδίδουν το συμβάν σε παρορμητική μη ορθολογική συμπεριφορά και όχι στα θεμελιώδη νούμερα των τίτλων . Ήταν η ίδια η πτωτική πορεία των μετοχών που ώθησε τους επενδυτές σε μαζική ρευστοποίηση των θέσεων τους και όχι οι προβλέψεις τους για τις μελλοντικές αποδόσεις των τίτλων. (Schiller, 1987) Αναλόγως ερμηνεύεται και η χρηματοπιστωτική κρίση του 1929, όπου οι επενδυτές βύθισαν τον DowJonesπροκαλώντας μαζική ρευστοποίηση εκατομμυρίων μετοχών σε μερικές μόλις ημέρες.

Παράλληλα, οι De-Bondtκαι Thaler,(1985) προσπάθησαν να εξηγήσουν την υπόθεση της υπερβολικής αντίδρασης των αγορών μελετώντας τις μηνιαίες αποδόσεις του NYSE την περίοδο 1926 έως 1982. Τα ευρήματα της έρευνας αποδεικνύουν ότι οι περισσότεροι επενδυτές υπέρ-αντιδρούν σε απρόβλεπτα γεγονότακαι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι

αγοράζοντας μετοχές με μικρή παρελθούσα απόδοση και ταυτόχρονα πουλώντας μετοχές με μεγάλη παρελθούσα απόδοση, μπορεί κάποιος επενδυτής να επιτύχει υπέρ-κανονικές αποδόσεις, γεγονός που αντικρούει την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών. Η έρευνά τους όμως αφήνει αναπάντητο το ερώτημα για το αν και κατά πόσο αυτή η συμπεριφορά των επενδυτών προκαλεί σημαντικότητα στην αγορά.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, όπως αρχικά αναπτύχθηκε από τους DeBondt και Thaler (1985), Shleifer και Summers (1990), Shleifer και Vishny (1997) και Shiller (1999), προσεγγίζει τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών με γνώμονα την ψυχολογία των επενδυτών που αποκλίνουν από την ορθολογικότητα και τα όρια της ικανότητας τους να προβούν σε πράξεις κερδοσκοπίας. Με άλλα λόγια, οι δυο βασικοί πυλώνες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι η γνωστική ψυχολογία (cognitive psychology) και τα όρια για arbitrage. Η γνωστική ψυχολογία αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές ενεργούν και κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από τον πλήρη ορθολογισμό, τα όρια του arbitrage, ο δεύτερος πυλώνας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αναφέρεται στην αδυναμία των ορθολογικών επενδυτών να αναιρέσουν τις ανωμαλίες που δημιουργούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές στις αγορές μετά τη συμπεριφορά τους.

Τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά μοντέλα προσπαθούν να κατανοήσουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία οι φορείς είναι ορθολογικοί. Ορθολογικός φορέας νοείται, ο φορέας που λαμβάνει νέες πληροφορίες, επαναξιολογώντας τις πεποιθήσεις του σύμφωνα με το νόμο του Bayes και δοθέντων των πεποιθήσεών του, ο φορέας επιλέγει τις κινήσεις του σύμφωνα με τη θεωρία του Savage που αναφέρεται στην Υποκειμενική Αναμενόμενη Χρησιμότητα. (Barberis and Thaler, 2003)

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει γενικά ότι ορισμένα χρηματοοικονομικά φαινόμενα μπορεί να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία ορισμένοι παράγοντες δεν είναι πλήρως λογικοί. Συγκεκριμένα, αναλύει τι συμβαίνει όταν ένας, ή και οι δύο πυλώνες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής που προαναφέραμε παρουσιάσουν απόκλιση από την ορθολογικότητα. Σε ορισμένα μοντέλα συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, οι φορείς δεν επαναξιολογούν ορθά τις πεποιθήσεις τους, ενώ σε άλλα μοντέλα, οι φορείς εφαρμόζουν τον νόμο του Bayes σωστά, αλλά κάνουν επιλογές που είναι κανονιστικά αμφισβητήσιμες, δεδομένου ότι είναι ασυμβίβαστες με τη Θεωρία της Υποκειμενικής Αναμενόμενης Χρησιμότητας. (Barberis and Thaler, 2003)

Η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect Theory) αποτέλεσε σημαντική συνεισφορά στον κλάδο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, δημοσιεύτηκε από τους Kahneman και Tversky και στηρίχθηκε στην θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας και στην υπόθεση ότι τα άτομα είναι λήπτες ορθολογικών αποφάσεων, θεωρώντας ως ορθολογική απόφαση εκείνη που μεγιστοποιεί την αναμενόμενη αξία της συνάρτησης χρησιμότητας τους (Kahneman and Tversky, 1979). Η παρατήρηση συμπεριφορών και ανωμαλιών στις αγορές ανέδειξε το γεγονός της διαφορετικότητας των ανθρώπων όσο αναφορά τις επιλογές τους, τον τρόπο που αντιλαμβάνονται και επεξεργάζονται τα δεδομένα και τις πληροφορίες καθώς και πως επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες με αποτέλεσμα να δημιουργούνται διαφορετικές προοπτικές και επιλογές. Έπειτα από έρευνα των Ricciardi και Simon η θεωρία της προοπτικής συνδέεται με την υπόθεση ότι οι άνθρωποι δεν ενεργούν πάντα σύμφωνα με τις ορθολογικά διαμορφωμένες αποφάσεις τους και υποστηρίζει ότι υπάρχει μία τάση η οποία υποκινείται από ψυχολογικούς παράγοντες και επηρεάζει τις επιλογές των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. (Ricciardi and Simon 2000).

Τα Συμπεριφορικά Οικονομικά έχουν αποτελέσει σημαντικό αντικείμενο μελέτης πολύ καιρό πριν αναγνωριστούν σαν ξεχωριστό πεδίο των χρηματοοικονομικών. Λόγω της πολυπλοκότητας και του θεωρητικού πλαισίου που ακόμη δεν είναι χάρει ευρείας αποδοχής δεν είναι αποδεκτά από την όλη ακαδημαϊκή κοινότητα. (Schiller, 2005) Ωστόσο, συνεχώς νέα άρθρα, έρευνες και μελέτες που δημοσιεύονται προκαλούν περισσότερο ενδιαφέρον για τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική και δημιουργούν έδαφος για περαιτέρω ανάπτυξη αυτού του κλάδου που φαίνεται να υπόσχονται πολλά.

1.3 Κριτική που ασκήθηκε στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.

Η υπόθεση της ορθολογικότητας στις αγορές βρίσκει εφαρμογή στα περισσότερα υποδείγματα της χρηματοοικονομικής επιστήμης, πρώτος ο Friedman το 1953 διατύπωσε το γνωστό “as if defense” θέλοντας να τονίσει την άποψη ότι οι θεωρίες πρέπει να κρίνονται βάσει των αποτελεσμάτων τους και όχι σύμφωνα με υποθέσεις. Στην συνέχεια το “market forces” από τους Friedman (1953) και Fama (1965) στήριξε την άποψη ότι δεδομένων των arbitrageurs οι μη ορθολογικοί επενδυτές τίθενται εκτός αγοράς.

Η υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή αποτελεί το κύριο αντικείμενο κριτικής και διαφωνίας των υπέρμαχων της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής με τους επικριτές της, οι οποίοι

ισχυρίζονται ότι η παρατήρηση συμπεριφορών δεν είναι δυνατόν να παρέχει ουσιαστικές αποδείξεις για την λειτουργία της αγοράς διότι ενδέχεται να απεικονίζουν τυχαία περιστατικά. Επίσης, υποστηρίζουν ότι ακόμη και αν υπάρχουν επενδυτές που δεν δρουν ορθολογικά, η πλειοψηφία των ορθολογικών επενδυτών θα προστατέψει την απόκλιση των τιμών των από την πραγματική τους αξία. Με την ίδια λογική αρκετοί ακαδημαϊκοί δεν αποδέχονται τσιγνωστικές θεωρίες, όπως η θεωρία της προοπτικής διότι τις θεωρούν περιορισμένα εφαρμόσιμες για μεμονωμένα περιστατικά και δεν δέχονται την υπόθεση ότι αυτά τα υποδείγματα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων αποτελούν εικόνα γενικής οικονομικής συμπεριφοράς. Οι κλασικοί οικονομολόγοι παραμένουν επιφυλακτικοί απέναντι στα διάφορα εμπειρικά συμπεριφορικά υποδείγματα, δηλώνουν υπέρμαχοι σε αποδεδειγμένα υποδείγματα που καθορίζουν μια χρηματοοικονομική αξία και όχι σε όσα προκύπτουν από εμπειρική έρευνα για τον λόγο ότι είναι εκτεθειμένα σε συστηματικά λάθη.

Σύμφωνα με τον Shiller οι υποστηρικτές της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών πιστεύουν ότι τα συμπεριφορικά χρηματοοικονομικά είναι μία συλλογή από ανωμαλίες, οι οποίες είτε γρήγορα εξαλείφονται από την αγορά, είτε εξηγούνται με την υποστήριξη μικροδομημένων επιχειρημάτων. (Shiller, 2003)

Οι Dybvig και Ross, (1987) αναδεικνύουν τη σοβαρότητα που προκύπτει από την ψυχολογική διάσταση που υιοθετεί η συμπεριφορική χρηματοοικονομική στις θεωρίες της. Σύμφωνα με τα λεγόμενα τους η μεγαλύτερη αδυναμία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι ότι οι ψυχολογικές θεωρίες τείνουν να απομονώνουν ιστορίες με αποτέλεσμα τα συμπεράσματα των ερευνών να μην είναι αντιπροσωπευτικά για το σύνολο της αγοράς.

Από την άλλη πλευρά, οι συμπεριφορικοί απαντούν σε αυτές τις κριτικές αναδεικνύοντας πληθώρα μελετών που αφορούν τον κλάδο, ο Rabin το 1998 ανέφερε ότι αποτελέσματα ερευνών που πραγματοποιήθηκαν μπορούν να δημιουργήσουν ένα αρχικό σχετικά ικανοποιητικό θεωρητικό υπόβαθρο για περαιτέρω μελέτη. Επίσης, οι υποστηρικτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής τονίζουν ότι τα συμπεριφορικά υποδείγματα ασκούν επιρροή στα νεοκλασικά υποδείγματα τα οποία λόγω της απόλυτης συσχέτισης τους με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών συχνά οδηγούνται σε λανθασμένες προβλέψεις.

Στην σημερινή εποχή η υπόθεσή της ορθολογικότητας είναι γεγονός ότι παραβιάζεται, παρατηρούνται διάφορες χρηματοοικονομικές ανωμαλίες που προκαλούν ανεξήγητες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών. Αυτές οι διακυμάνσεις έχουν άμεση εξάρτηση από τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται έξω από τα όρια της ορθολογικής συμπεριφοράς.

Έτσι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική παρέχει τις εξηγήσεις που είναι απαραίτητες προσεγγίζοντας τις διάφορες ανωμαλίες των αγορών περισσότερο κοινωνικά, ψυχολογικά και έπειτα με την κλασική θεωρία των χρηματοοικονομικών καταφέροντας να έχει πιο ρεαλιστικά συμπεράσματα.

1.4 Αντικείμενα Μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Σύμφωνα με τον Shefrin (2000), τα βασικά αντικείμενα μελέτης της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι τα ακόλουθα:

- Οι ευριστικοί κανόνες (heuristics) : Με τον όρο ευριστικοί κανόνες εννοούμε όλους εκείνους τους εμπειρικούς τρόπους και κανόνες με τους οποίους το ανθρώπινο μυαλό προσπαθεί να δώσει γρήγορες λύσεις σε περίπλοκα προβλήματα (Fuller, 2000). Οι Buchanan και Huczynski (2004) ορίζουν τους ευριστικούς κανόνες ως απλούς και προσεγγιστικούς κανόνες, καθοδηγητικές διαδικασίες, συντομεύσεις ή στρατηγικές για την επίλυση προβλημάτων. Αποτελούν ουσιαστικά μη ορθολογικές διεργασίες λήψης αποφάσεων, αναφέρονται σε εμπειρικούς τρόπους σύμφωνα με τους οποίους οι επενδυτές προσπαθούν να εξηγήσουν ένα πολυσύνθετο πρόβλημα με ελλιπή πληροφόρηση και να λάβουν αποφάσεις σχετικά με αυτό. Όταν υπάρχει πλήθος εναλλακτικών λύσεων σε ένα πρόβλημα, τα άτομα τείνουν να ακολουθούν ευριστικούς κανόνες προκειμένου να καταλήξουν σε κάποια λύση (Newland Simon, 1972). Ουσιαστικά, αναφέρονται στη διαδικασία με την οποία τα άτομα μαθαίνουν πράγματα μέσα από την πείρα και τα λάθη τους χωρίς, όμως οπρακτικοί κανόνες που δημιουργούνται να δίνουν πάντα τις καλύτερες λύσεις, όταν εφαρμόζονται σε έναν αριθμό προβλημάτων (Shefrin, 2000).

Τα αποτελέσματα που δίνουν είναι συνήθως περιορισμένης αξιοπιστίας, ωστόσο εξαιτίας της πολυπλοκότητας των αποφάσεων που καλείται να αντιμετωπίσει το άτομο χρησιμοποιούνται ευρέως, καθώς απλοποιούν μετά από συγκρίσεις κάθε πρόβλημα που αντιμετωπίζουν. Η χρήση τέτοιων κανόνων βρίσκει καθημερινή εφαρμογή στην ζωή των επενδυτών, είναι ουσιαστικής σημασίας και τα αποτελέσματα που παρέχουν δίνουν την δυνατότητα στους επενδυτές να διευκολυνθούν και να λάβουν γρήγορα αποφάσεις τους. Ωστόσο, η χρήση ευριστικών κανόνων οδηγεί σε ευριστικά λάθη, τα οποία είναι η δύσκολο να εξαλειφθούν, διότι

εγκεφαλικές διεργασίες που πραγματοποιούνται για την λήψη αποφάσεων, αποτελούν στοιχείο της ανθρώπινης ύπαρξης.

Τέλος παρατηρούμε ότι οι εριστικοί κανόνες μπορούν να οδηγήσουν σε συστηματικά σφάλματα που δύσκολα μπορούν να ανατρέψουν την τελική απόφαση του ατόμου, με αποτέλεσμα να δρα μη ορθολογικά.

- Ο τρόπος παρουσίασης ενός προβλήματος (framing) : Αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται ή διατυπώνεται ένα πρόβλημα. Μια μικρή αλλαγή στη διατύπωση του προβλήματος πιθανόν να οδηγήσει σε διαφορετική απόφαση γεγονός που παραβιάζει την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία περί ορθολογικής επιλογής, η οποία υποστηρίζει ότι η διατύπωση ενός προβλήματος δεν επηρεάζει την απόφαση ενός επενδυτή (Shefrin, 2000). Η προσέγγιση σε ένα πρόβλημα δηλαδή μπορεί να διαφέρει όταν ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται οι ερωτήσεις αλλάζει. Αξίζει να σημειωθεί πως ο τρόπος με τον οποίο ένας επενδυτής επεξεργάζεται ένα πρόβλημα έτσι ώστε να καταλήξει σε μια λύση επηρεάζεται σημαντικά από τη συναισθηματική κατάσταση στην οποία βρίσκεται την στιγμή που καλείται να αντιμετωπίσει το πρόβλημα.
- Η αναποτελεσματικότητα της αγοράς (market inefficiency) : Αφορά καταστάσεις της αγοράς που έρχονται σε αντίθεση με το θεωρητικό υπόβαθρο περί ορθολογικών προσδοκιών, αποφάσεων και αποτελεσματικών αγορών. Ενδεικτικά παραδείγματα τέτοιων περιπτώσεων αποτελούν οι χρηματιστηριακές φούσκες και οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Βασική αιτία για τις ανωμαλίες που παρατηρούνται στην αγορά είναι η ψυχοσύνθεση του ατόμου και η επιρροή στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.
- Αρμπιτράζ (arbitrage) : Μία από τις μεγαλύτερες επιτυχίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι μια σειρά από θεωρητικά άρθρα τα οποία δείχνουν ότι σε μια οικονομία όπου οι ορθολογικοί και μη ορθολογικοί επενδυτές αλληλεπιδρούν, η μη ορθολογικότητα μπορεί να έχει μια σημαντική και μακροχρόνια απήχηση στις τιμές. Αυτές οι διατριβές, γνωστές ως περιορισμοί στο αρμπιτράζ αποτελούν ένα από τα κύρια στοιχεία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΑΠΟ ΤΗΝ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ.

2.1 Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών.

Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis) αποτελεί βασική θεωρία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και κατ' επέκταση όλων των κοινωνικών επιστημών, είναι από τις θεωρίες που προκάλεσαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για συζήτηση και έρευνα στον επιστημονικό κλάδο των οικονομικών και πάνω της στηρίχθηκε η ανάπτυξη πολλών υποδειγμάτων της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Αφετηρία για την ανάπτυξη της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών αποτέλεσε η εργασία του Fama το 1970. Σύμφωνα με το Fama η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών presbeύει ότι ανά πάσα στιγμή οι παρούσες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση στην αγορά, με τρόπο γρήγορο και ακριβή. Αυτό προκύπτει ως αποτέλεσμα του ανταγωνισμού μεταξύ μεγάλου αριθμού ορθολογικών επενδυτών, οι οποίοι προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους, προσπαθώντας να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές τους. (Fama, 1970)

Επομένως, μία αγορά είναι πληροφοριακά αποτελεσματική όταν οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε πληροφορία σχετικά με μελλοντικά κέρδη, μερίσματα, προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης μερισμάτων, κίνδυνο χρεογράφου, αναμενόμενη απόδοση και γενικώς οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την τιμή. Έτσι, εφόσον κάθε σχετική πληροφορία αποτυπώνεται στις τιμές, οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία του χρεογράφου. (Νούλας, 2010)

Εάν η αγορά μίας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, τότε κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με τη μετοχή και να πετύχει υπέρ-αποδόσεις, διότι οι πληροφορίες θεωρούνται ότι έχουν ήδη προεξοφληθεί αφού έχουν ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου. Οι επενδυτές μπορούν να πετύχουν μόνο κανονικές αποδόσεις αναλόγως με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν.

Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών βασίζεται στις κάτωθι υποθέσεις:

- Υπάρχει μεγάλος αριθμός επενδυτών που προσπαθεί να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του, έτσι αναλύει και αξιολογεί τις μετοχές και δρα ανεξάρτητα από το πλήθος.
- Οι μεταβολές στις τιμές είναι ανεξάρτητες και τυχαίες.
- Οι νέες πληροφορίες έρχονται στην αγορά με τρόπο εντελώς τυχαίο και οι πληροφορίες διαχρονικά είναι ανεξάρτητες η μία από την άλλη.
- Οι επενδυτές προσαρμόζουν τις τιμές των μετοχών γρήγορα στις νέες πληροφορίες (Νούλας,2010).

Η βασικότερη υπόθεση της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, η οποία αποτελεί θεμέλιο ολόκληρης της κλασσικής οικονομικής θεωρίας, είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων και δρουν με γνώμονα την μεγιστοποίηση της συνολικής τους χρησιμότητας. Ο Muth το 1961 αναφέρει ότι οι ορθολογικοί άνθρωποι συμπεριφέρονται σύμφωνα με τους κανόνες της οικονομικής θεωρίας και πως οι προβλέψεις τους δεν διαφέρουν σημαντικά από τις προβλέψεις της οικονομικής επιστήμης σε κατάσταση ισορροπίας. Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν προβαίνουν σε συστηματικά λάθη στις εκτιμήσεις τους, ενώ αν προβούν, αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάσουν τις τιμές ισορροπίας λόγω του arbitrage (Σπύρου, 2009).

2.2 Μορφές Αποτελεσματικής Αγοράς.

Μελετώντας την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών, οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι εφόσον οι πληροφορίες καταφτάνουν στους λήπτες με τρόπο τυχαίο, τυχαίες θα πρέπει να είναι και οι μεταβολές των τιμών. Το υπόδειγμα που περιγράφει περισσότερο στοχευόμενα την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς είναι του τυχαίου περιπάτου (Random Walk), σύμφωνα με το οποίο οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι απρόβλεπτες. Συνέπεια αυτής της διαπίστωσης είναι ότι ένας επενδυτής δεν είναι σε θέση να προβλέψει τις χρηματιστηριακές τιμές βασισμένος στις προηγούμενες τιμές ώστε να αποκομίσει μεγαλύτερα κέρδη.

Έτσι ο Fama το 1970, υποθέτει ότι δεν είναι όλες οι αγορές το ίδιο αποτελεσματικές διακρίνει τρία είδη διαβάθμισης, και κατηγοριοποιεί τις αποτελεσματικές αγορές σε τρεις μορφές ανάλογα με το παρεχόμενο επίπεδο πληροφόρησης:

1) Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak-form efficiency).

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ιστορικές παρελθούσες πληροφορίες (π.χ. παρελθούσες τιμές, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών) αντικατοπτρίζονται ήδη στις τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις. Υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις πληροφορίες που κυκλοφορούν στην αγορά, περιέχει όμως και δεδομένα που αφορούν την πορεία της τιμής της μετοχής. Κατά συνέπεια σε αυτή τη μορφή αγοράς δεν συσχετίζονται οι προηγούμενες μεταβολές της τιμής με αυτές που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον. Επομένως, σε αυτή την μορφή αγοράς είναι αναποτελεσματικό να βασίζουμε τις μελλοντικές μας κινήσεις σε ιστορικά δεδομένα.

2) Μορφή Ημι-Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (semi-strong form efficiency).

Η μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες που κυκλοφορούν επίσημα στην αγορά. Σε αυτή την περίπτωση συνυπολογίζονται τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Επομένως, σε αυτή τη μορφή αναμένονται περιορισμένες αποδόσεις αφού ότι νεότερο προκύπτει άμεσα απεικονίζεται στην τιμή της μετοχής. Σύμφωνα με την ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, κλπ) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

3) Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (strong form efficiency).

Σύμφωνα με αυτή τη μορφή αποτελεσματικότητας, ακόμα και μη-δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπέρ-αποδόσεις. Υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει όλες τις πληροφορίες δημόσιες και ιδιωτικές που κυκλοφορούν στην αγορά. Κατά συνέπεια ο οποιοσδήποτε είναι δυνατόν να κατέχει επιπλέον πληροφόρηση την οποία μπορεί να εκμεταλλευτεί για την αύξηση των αναμενόμενων αποδόσεών του.

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι τρεις μορφές αποτελεσματικότητας δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή μορφή της, τότε θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στην ασθενή μορφή της, διαφορετικά η αγορά δεν θα είχε αντιδράσει αποτελεσματικά στις δημοσιευθείσες πληροφορίες. Με την ίδια λογική, αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ισχυρή μορφή της θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στα δύο άλλα επίπεδα.

Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας στις αγορές έχει προκαλέσει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για μελέτη και έχει γίνει αντικείμενο συζήτησης στην ακαδημαϊκή κοινότητα εδώ και πολλά χρόνια προσπαθώντας οι μελετητές να τεκμηριώσουν την ύπαρξη ή μη των αποτελεσματικών αγορών και κάτω από ποιές προϋποθέσεις και συνθήκες ισχύουν. Αρκετές μελέτες παρουσιάζουν στοιχεία που τεκμηριώνουν την υπόθεση ύπαρξης αποτελεσματικότητας στην αγορά όμως από την άλλη μεριά ερευνητές μέσα από συστηματική μελέτη υποστηρίζουν ότι υπάρχουν επίμονα φαινόμενα και ανωμαλίες στις αγορές που έρχονται σε αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Ο λόγος που ονομάστηκαν ανωμαλίες της αγοράς είναι ότι καταλύουν τις αρχές και τους κανόνες που διέπουν την θεωρία αποτελεσματικών αγορών, αφού οι αποδόσεις των μετοχών είναι εξαρτημένες τυχαίες μεταβλητές και δεν μπορούν να προβλεφτούν από διάφορους επενδυτές και αναλυτές για τη δημιουργία επικερδών επενδυτικών στρατηγικών (Shleifer, 2000). Πιο συγκεκριμένα οι ανωμαλίες της αγοράς είναι φαινόμενα που εμφανίζονται στις χρηματιστηριακές αγορές και ταράζουν την ομαλή λειτουργία τους και δεν μπορούν να ερμηνευθούν από την επικρατούσα θεωρία και συγκεκριμένα στην περίπτωση των μετοχών δεν μπορεί να ερμηνευτεί από την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

2.3 Μελέτες μη ύπαρξης Αποτελεσματικών Αγορών.

Η αποτελεσματικότητα των αγορών αποτέλεσε μια ουσιαστικής σημασίας θεωρία πάνω στην οποία αναπτύχθηκαν πολυάριθμα υποδείγματα των νεοκλασικών οικονομικών. Η σπουδαιότητά της έγκειται στο ότι αποτελεί μία θεωρία η οποία ενδιαφέρει τόσο τους επενδυτές, όσο και μια πληθώρα από ενδιαφερόμενα μέλη της οικονομίας. Έτσι εξαιτίας αυτής της σπουδαιότητάς πραγματοποιήθηκαν αρκετές μελέτες με σκοπό να επιβεβαιωθεί η όχι η ύπαρξη της υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Σε αρκετές από τις μελέτες που διενεργήθηκαν εμφανίστηκαν ανωμαλίες και ανεξήγητα φαινόμενα στην αγορά με αποτέλεσμα οι ερευνητές να καταλήξουν στην απόρριψη της ύπαρξης των αποτελεσματικών

αγορών.Μερικές από αυτές τις ανωμαλίες είναι οι ημερολογιακές ανωμαλίες, οι χρηματιστηριακές φούσκες, οι χρηματιστηριακές κρίσεις, οι χρηματιστηριακές μόδες, το φαινόμενο του μεγέθους, κ.α. που θα αναλύσουμε στην επόμενη ενότητα.

2.3.1 Ημερολογιακές Ανωμαλίες

- **Το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (WeekendEffect)**

Παρατηρήθηκε σε χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ αλλά και άλλων χωρών ότι οι αποδόσεις των τιμών έχουν αναοδική τάση την Παρασκευή και πτωτική τη Δευτέρα σε σχέση με άλλες μέρες της εβδομάδας (LakonishokandLevi 1982). Σε μία αποτελεσματική αγορά όμως, η μέση απόδοση πρέπει να είναι η ίδια ή τουλάχιστον ίδια για όλες τις ημέρες της εβδομάδας. Ερμηνείες αυτού του φαινομένου δόθηκαν με βάση το γεγονός ότι τα άσχημα νέα συνήθως ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο, ώστε να μπορούν να αφομοιωθούν ομαλά στην αγορά (French,1980), ενώ άλλες αποδόθηκαν στις πρακτικές εκκαθάρισης του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (LakonishokandLevi1982).

Όταν το φαινόμενο έγινε γνωστό, οι επενδυτές το έλαβαν σοβαρά υπόψη τους με αποτέλεσμα να αντιστραφεί το φαινόμενο, με υψηλότερες αποδόσεις τη Δευτέρα και χαμηλότερες την Παρασκευή.

- **Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου (Januaryeffect)**

Πολλοί ερευνητές όπως οι Roseff και Kinney το 1976, οι Gultekin και Gultekin το 1987 και ο Ziemba το 1991 ανακάλυψαν ότι οι αποδόσεις το μήνα Ιανουάριου τείνουν να είναι υψηλότερες των άλλων μηνών του έτους. Η υπόθεση της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, θεωρεί ότι οι αποδόσεις των ημερολογιακών μηνών θα είναι τυχαίες και άρα δεν θα πρέπει να διαφέρουν μεταξύ τους με αποτέλεσμα να μην μπορούν οι επενδυτές να προβλέψουν ποιους μήνες θα έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου υποθέτει ότι ο επενδυτής θα μπορεί να προβλέψει ότι οι αποδόσεις των μετοχών θα είναι θετικές τον Ιανουάριο και αρνητικές τον Δεκέμβριο. Οι RobertHaugen και PhillippeJorion το 1996 σε μελέτη τους υποστήριξαν ότι το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι ίσως το καλύτερο παράδειγμα επαλήθευσης της ύπαρξης ανωμαλιών στην αγορά σε όλο τον κόσμο.

Μία εξήγηση στο υπόδειγμα αυτό που όμως από πολλούς δεν φάνηκε ικανοποιητική είναι ότι οφείλεται σε φορολογικούς λόγους (Branch,1978). Συγκεκριμένα η εξήγηση βασίστηκε

κυρίως σε επιχειρήσεις που πουλάνε μετοχές το Δεκέμβριο για να εμφανίσουν κεφαλαιακές ζημίες έτσι ώστε να μειωθεί η φορολογική τους επιβάρυνση και τον Ιανουάριο ξαναπαίρνουν τις θέσεις που είχαν πριν, οδηγώντας τις τιμές σε άνοδο.

Μία δεύτερη εξήγηση θεωρεί ότι το φαινόμενο μπορεί να προέρχεται από τη συμπεριφορά των διαχειριστών θεσμικών χαρτοφυλακίων, οι οποίοι αναδιαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκια τους λόγω της ετήσιας αποτίμησης και ελέγχου από τους ιδιοκτήτες των χαρτοφυλακίων (Lakonishok and Levi 1982). Επίσης μια άλλη εξήγηση μπορεί να δοθεί μέσα από την ψυχολογική διάσταση, η οποία υποστηρίζει ότι με τον ερχομό του νέου έτους οι επενδυτές πιστεύουν ότι μπορούν να κάνουν μία νέα αρχή, τόσο αυτοί που κερδίζουν όσο και αυτοί που χάνουν, αυξάνοντας έτσι τις επενδυτικές θέσεις τους και ανεβάζοντας τις τιμές των μετοχών.

- **Το Φαινόμενο της Αλλαγής του Μήνα (The Turn of the Month Effect)**

Πρώτος ο Arrieto 1987 παρατήρησε το συγκεκριμένο φαινόμενο, σύμφωνα με το οποίο υπάρχει η τάση να σημειώνονται υψηλά κέρδη κατά τις πρώτες πέντε ημέρες κάθε μήνα. Συγκεκριμένα παρατηρούνται υψηλές αποδόσεις κατά την τελευταία ημέρα του μήνα που τελειώνει και τις τέσσερις πρώτες ημέρες του επόμενου μήνα (Ziemba, 1991). Μία εξήγηση του φαινομένου βασισμένη στην ψυχολογία, υποστηρίζει οι επενδυτές θέλουν να αναβάλουν τις αποφάσεις τους μέχρι την αρχή των χρονικών περιόδων. Έτσι, αν αποφασίσουν να αγοράσουν θα το κάνουν την αρχή του μήνα.

- **Το Φαινόμενο των Διακοπών (The Pre-holiday Effect)**

Ένα άλλο φαινόμενο που έχει παρατηρηθεί είναι οι προβλέψιμες αποδόσεις πριν και μετά τις ημέρες διακοπών ή αργιών. Ο Ariel (1990) αναφέρει ότι τα κέρδη στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ κατά τις ημέρες πριν τις διακοπές ήταν περίπου 10 φορές μεγαλύτερα σε σχέση με τα κέρδη άλλων ημερών. Επειδή ακόμη δεν έχει βρεθεί κάποια λογική εξήγηση του φαινομένου από το χώρο της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής, εκτιμάται ότι τα αίτια του φαινομένου πρέπει να είναι ψυχολογικά (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008).

2.3.2 Χρηματιστηριακές Κρίσεις (Financial Crashes)

Σύμφωνα με τον Kindleberger, χρηματιστηριακή κρίση, είναι η απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων κυρίως των μετοχών, η οποία συνοδεύεται από απότομη χειροτέρευση των περισσότερων ή μεγάλου αριθμού οικονομικών δεικτών και από

περιπτώσεις πτώχευσης εταιριών (Kindleberger,1978). Οι χρηματιστηριακές κρίσεις αποτελούν την σημαντικότερη ένδειξη ύπαρξης ανωμαλιών στην αγορά και κατ' επέκταση την απόδειξη της μη ύπαρξης αποτελεσματικών αγορών.

Συνήθως υπάρχει ένας αρνητικός παράγοντας που επηρεάζει την αγοράώστε να ακολουθεί πτωτική τάση, όπως ένας πόλεμος, κάποιο πολιτικό γεγονός ή ένα χρηματοοικονομικό σκάνδαλο με αποτέλεσμα οι επενδυτές να παρακινούνται από ψυχολογικούς παράγοντες.

2.3.3 Χρηματιστηριακές Φούσκες (Financial Bubbles)

Η χρηματιστηριακή φούσκα είναι μια κατάσταση στην οποία η χρηματιστηριακή αξία ενός τίτλου συνεχώς υπερβαίνει κατά πολύ την εσωτερική του αξία, ώσπου αυτή η κατάσταση να εκτονωθεί (η φούσκα σπάσει) και να οδηγήσει σε απότομη και ραγδαία μείωση των τιμών (Fischer and Statman, 2001). Πολλές απότομες χρηματιστηριακές πτώσεις έχουν αποδοθεί στο σπάσιμο μιας τέτοιας φούσκας. Με άλλα λόγια, οι φούσκες είναι αυτοαναπτυσσόμενες και αυτοεκπληρούμενες διαφοροποιήσεις της τιμής μίας μετοχής από τη θεμελιώδη αξία της, που όταν για κάποιο λόγο σταματήσει η αυτοανάπτυξη, σπάνε και ακολουθεί βίαιη προσαρμογή (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008). Τέτοιες συμπεριφορές τιμών δεν προβλέπονται σε μία αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.

Μία χρηματιστηριακή φούσκα σκάει όταν οι επενδυτές οι οποίοι γνωρίζουν την ύπαρξή της, εφόσον ευσυνείδητα αγοράζουν ακριβά για να πωλήσουν ακριβότερα, θεωρήσουν ότι αυτή αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο των χρηματιστηριακών τιμών, τότε θα νιώσουν ότι αυτή η φούσκα πιθανότατα κάποτε θα σπάσει. Μόλις αυτή η πιθανότητα γίνει αντιληπτή από πολλούς επενδυτές τότε η χρηματιστηριακή φούσκα πράγματι θα σπάσει (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008).

Οι χρηματιστηριακές φούσκες έχουν εμφανιστεί στις τιμές κάθε είδος περιουσιακού στοιχείου, όπως μετοχές, νομίσματα, ομόλογα, εμπορεύματα, παράγωγα, ακίνητα, κ.α.

2.3.4 Χρηματιστηριακές Μόδες (Fads)

Το φαινόμενο της χρηματιστηριακής μόδας αποτελεί έναν ειδικό τύπο χρηματιστηριακής φούσκας. Εξετάζει την πιθανότητα μίας μετοχής να απομακρύνεται από την εσωτερική αξία

της λόγω κάποιων ψυχολογικών και κοινωνικών δυνάμεων που δημιουργούν ως μόδαανοδικές ή πτωτικές τάσεις στις χρηματιστηριακές τιμές (Camerer,1989, Poterbakai Summers,1988)

Μπορούν να διακριθούν σε δύο είδη. Σε αυτές που στηρίζονται σε μία συνάρτηση μεγιστοποίησης ωφέλειας, είναι κατά κάποιο τρόπο ορθολογικές και οι τιμές διακυμαίνονται ανάλογα με την χρησιμότητα που τα άτομα απολαμβάνουν από τη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων και σε εκείνες που στηρίζονται στις πεποιθήσεις, οι οποίες μπορεί να βασιστούν σε συναισθηματικούς παράγοντες και οι αποφάσεις να μην είναι ορθολογικές. Τότε, οι χρηματιστηριακές τιμές διακυμαίνονται εξαιτίας μαζικών αλλαγών στις πεποιθήσεις για τις μελλοντικές εσωτερικές αξίες (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008)

2.3.5 Υπερβολική Μεταβλητότητα (Excessive Volatility)

Ο Shiller και οι Leroy και Porter το 1981 έδειξαν μέσα από έρευνα τους ότι οι τιμές των μετοχών έχουν υπερβολική μεταβλητότητα σε σχέση με τη μεταβλητότητα που δικαιολογείται από τις τιμές που προκύπτουν από την παρούσα αξία των μελλοντικών ροών. Οι πραγματικές τιμές διαφοροποιούνται σημαντικά και έχουν υπερβολική μεταβλητότητα σε σχέση με τις θεωρητικές τιμές, κάτι που φανερώνει ότι οι αγορές δεν αποτιμούν τις μετοχές όπως θα περίμενε κανείς με βάση τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών λόγω της μη αφομοίωσης της διαθέσιμης πληροφορίας στις τιμές.

2.3.6 Φαινόμενο της Πρωινής Ηλιοφάνειας (Morning Sunshin Effect)

Οι Hirshleifer και Shumway το 2003, εξέτασαν τη συσχέτιση μεταξύ της πρωινής ηλιοφάνειας και των αποδόσεων των χρηματιστηριακών δεικτών για 26 διεθνείς κεφαλαιαγορές την περίοδο 1982 έως 1997. Τα ευρήματα της έρευνας καταδεικνύουν την επιρροή που ασκεί μια ηλιόλουστη μέρα στην ψυχολογία του επενδυτή. Υποστηρίζουν ότι η ηλιοφάνεια έχει θετική συσχέτιση με τις ημερήσιες μετοχικές αποδόσεις. Συγκεκριμένα, στην Νέα Υόρκη η χρηματιστηριακή απόδοση των ημερών με ηλιοφάνεια ήταν 24,8 % σε σχέση με τις ημέρες όπου επικρατούσε συννεφιά οι οποίες είχαν χρηματιστηριακή απόδοση 8,7 %. Επιπλέον παρόμοιες μελέτες των Saunders (1993) και Akhtari (2011) θεωρούν ότι υπάρχει άμεση σύνδεση της ψυχολογικής κατάστασης του επενδυτή σε μέρες με ηλιοφάνεια με τις

εμφανιζόμενες υψηλές αποδόσεις των χρηματιστηριακών δεικτών λόγω της αυθόρμητης αποδοχής των πληροφοριών που λαμβάνει.

2.3.7 Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών (Equity Premium Puzzle)

Οι Mehra και Prescott το 1985 πρωτοαναφέρθηκαν στο γρίφος του πριμ των μετοχών. Οι ερευνητές ανέδειξαν την αδυναμία των κλασικών οικονομικών να εξηγήσουν την διαφορά μεταξύ των αποδόσεων στοιχείων με κίνδυνο και στοιχείων χωρίς κίνδυνο. Σύμφωνα με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, όσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνει μία επένδυση, τόσο υψηλότερη θα πρέπει να είναι και η απόδοση που προσφέρει. Σύμφωνα με την άποψη αυτή τίθεται το ερώτημα του κριτηρίου της επιλογής των επενδυτών. Δηλαδή γιατί οι επενδυτές επιλέγουν επενδύσεις με χαμηλό κίνδυνο αντί να επενδύουν σε μετοχές που θα τους προσφέρουν υψηλότερη απόδοση δεδομένου του κινδύνου που αναλαμβάνουν. Οι ερευνητές δεν έχουν καταλήξει σε κάποιο συμπέρασμα, ωστόσο, πρόσφατες έρευνες θεωρούν υπαίτιο αυτού του φαινομένου την μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών. Οι Benartzi και Thaler (2003) δίνουν πιθανές εξηγήσεις του γρίφου μέσω της θεωρίας της προοπτικής των Kahneman και Tversky (1979) είτε λόγω ατελειών που υπάρχουν στην αγορά, είτε λόγω της υψηλής αποστροφής κινδύνου, είτε λόγω της μυωπικής αποστροφής ζημίας.

2.3.8 Ο Γρίφος των Μερισμάτων (Dividend Puzzle)

Οι Modigliani και Miller το 1958, έδειξαν ότι η αξία της επιχείρησης παραμένει ανεπηρέαστη από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί και από τον τρόπο που αυτή χρηματοδοτείται σε μια αγορά αποτελεσματική με την απουσία φόρων, κόστος πτώχευσης και ασυμμετρία πληροφόρησης. Αν αυτές οι υποθέσεις ισχύουν τότε τίθεται το ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις ασκούν μερισματική πολιτική και δεν επανεπενδύουν τα κέρδη τους. Από την πλευρά του επενδυτή, εφόσον ο επενδυτής κατέχει ήδη την επιχείρηση θα έπρεπε να είναι αδιάφορος αν θα πάρει τα κέρδη σε μορφή μερίσματος ή σε μορφή αυξημένης αξίας της επιχείρησης λόγω της επανεπένδυσης. Ωστόσο, μελέτες δείχνουν ότι οι επενδυτές επιβραβεύουν τις επιχειρήσεις που δίνουν μερίσματα. Σύμφωνα με τους Baker, Powell και Veit (2002), παρά τη σημαντική έρευνα που έχει πραγματοποιηθεί στον ακαδημαϊκό χώρο, δεν έχουν ακόμα βρεθεί όλες οι απαντήσεις αναφορικά με το συγκεκριμένο γρίφο. Παρόλα

αυτά, οι ερευνητές του εν λόγω άρθρου θεωρούν ότι είναι κοντά στη λύση του . Οι ίδιοι πιστεύουν ότι η λύση του γρίφου βασίζεται στην κατανόηση της επίδρασης των διάφορων ατελειών της αγοράς. Επειδή οι διάφορες ατέλειες της αγοράς επηρεάζουν τις εταιρείες διαφορετικά, η μερισματική πολιτική δύναται να διαφέρει από τη μία εταιρεία στην άλλη. Τα μοντέλα που θεωρούν ανταγωνιστικές τις προστριβές σε επίπεδο εταιρειών προσφέρουν τις περισσότερες ελπίδες για την επίλυση του γρίφου των μερισμάτων.

2.3.9 Το Φαινόμενο του Μεγέθους (SizeEffect)

Το φαινόμενο του μεγέθους της εταιρίας απεικονίζει την τάση των μικρής κεφαλαιοποίησης εταιριών μακροχρόνια να αποκτούν μεγαλύτερες αποδόσεις από εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Αυτό σύμφωνα με έρευνες οφείλεται στην εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις μικρές εταιρείες. Οι Arsad και Coutts (1997), μελετώντας την χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου διαπίστωσαν την ύπαρξη του φαινομένου. Επίσης οι Banz (1981) και Reinganum (1983), απέδειξαν ότι οι μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, παρουσιάζουν σε μέσο όρο υψηλότερες αποδόσεις από τις μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Συμπερασματικά, ένας επενδυτής με χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μικρές επιχειρήσεις έχει μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους σε σχέση με έναν επενδυτή με χαρτοφυλάκιο μεγάλων επιχειρήσεων. Έχουν γίνει αρκετές προσπάθειες για την εξήγηση του φαινομένου όμως ακόμη δεν έχει βρεθεί κάποια ερμηνεία που να αντιπροσωπεύει την αγορά.

2.3.10 Το MomentumEffect

Μία άλλη ανωμαλία της αγοράς είναι το momentum effect. Οι DeBondt και Thaler (1985) σε έρευνα τους διέκριναν ότι μετοχές με μικρές ή αρνητικές τιμές στο παρελθόν, επιτυγχάνουν στο μέλλον υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές που στο παρελθόν είχαν υψηλότερες αποδόσεις. Με άλλα λόγια η ανωμαλία αυτή ταυτίζεται με την τάση των επενδυτών να υποαντιδρούν στις νέες πληροφορίες και με την αποτυχία τους να ενσωματώσουν άμεσα τα νέα στις χρηματιστηριακές τους πράξεις (Barberis, 1998).

Οι Jegadeesh και Titman το 1993, ανακάλυψαν ότι τιμές μετοχών που παρουσιάζουν σημαντική αρνητική ή θετική τάση το πιθανότερο είναι να συνεχίσουν να έχουν την ίδια

τάση. Δηλαδή οι τιμές των μετοχών αυξάνονται περισσότερο όταν βρίσκονται σε ανοδική πορεία και να μειώνονται περισσότερο όταν βρίσκονται σε καθοδική πορεία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ.

Οι ερευνητές διακρίνουν δύο μεγάλες κατηγορίες κανόνων συμπεριφοράς της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, αυτούς που βασίζονται στις πεποιθήσεις και αυτούς που βασίζονται στις προτιμήσεις των επενδυτών προκειμένου να εξηγήσουν τις διάφορες ανωμαλίες της αγοράς. (Barberis and Thaler, 2003)

3.1 Πεποιθήσεις (Beliefs)

Οι πεποιθήσεις αποτελούν ουσιαστικής σημασίας παράμετρο στις χρηματαγορές καθώς διαμορφώνουν τις επενδυτικές προσδοκίες. Οι παράγοντες της γνωστικής ψυχολογίας οι οποίοι βασίζονται στις πεποιθήσεις του ατόμου και επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις περιγράφονται στις παρακάτω ενότητες.

3.1.1 Υπέρ-αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Εδώ και πολλές δεκαετίες έχουν διεξαχθεί αρκετές μελέτες σχετικά με την υπέρ-αυτοπεποίθηση που παρουσιάζουν οι επενδυτές. Είναι γενικώς αποδεκτό, ότι τα άτομα έχουν μία τάση να υπερεκτιμούν τις δυνατότητές τους καθώς και τις προβλέψεις τους για επιτυχημένες επενδύσεις (Ricciardi and Simon, 2000). Σύμφωνα με τον Mahajan το 1992, ως υπέρ-αυτοπεποίθηση ορίζεται η υπερεκτίμηση των πιθανοτήτων για ένα σύνολο γεγονότων. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση προέρχεται από την υπερβολή που παρουσιάζουν οι επενδυτές αναφορικά με τις προβλεπτικές τους ικανότητες αγνοώντας τις εξωγενείς επιδράσεις της αγοράς, θεωρώντας ότι κατέχουν μοναδικό χαρακτηριστικό αναγνώρισης των ευκαιριών και υπερεκτιμώντας τις γνώσεις και τις δυνατότητες τους με αποτέλεσμα να πιστεύουν πως είναι γνώστες και ικανοί λήπτες αποφάσεων. Σύμφωνα με τους Alpert και Raiffa (1982), η υπερβολική εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, προκύπτει συνήθως από την κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν και από την εσωτερική πληροφόρηση. Οι επενδυτές μπορεί να αποκτήσουν υπέρ-αυτοπεποίθηση μετά από πολλές επιτυχίες στο παρελθόν (Gervais and Odean, 2001).

3.1.2 Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί ίσως τον πιο διαδεδομένο ευριστικό κανόνα. Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1974), όταν τα άτομα προσπαθούν να καθορίσουν την πιθανότητα ένα σύνολο δεδομένων A να προέκυψε από ένα σύνολο δεδομένων B ή ότι ένα αντικείμενο A να ανήκει στην ομάδα B, χρησιμοποιούν τον κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας. Αυτό σημαίνει ότι αξιολογούν την πιθανότητα ανάλογα με το βαθμό που το A αντανακλά στα βασικά συστατικά του B. Ουσιαστικά, είναι η τάση των ανθρώπων να ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως μέρος ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων, όπως το να διακρίνουν και να αντιλαμβάνονται μία σειρά τυχαίων γεγονότων ως επαναλαμβανόμενα γεγονότα (patterns) που πιθανότατα να μην ισχύουν (Kahneman and Tversky, 1974).

Συνηθισμένη επενδυτική πρακτική είναι να επιλέγονται μετοχές οι οποίες στο παρελθόν είχαν υψηλές αποδόσεις, με την πεποίθηση πως αυτό θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί έναν χρήσιμο ευριστικό κανόνα που ωστόσο, μπορεί να ενέχει σοβαρά συστηματικά επενδυτικά λάθη.

3.1.3 Συντηρητισμός (Conservatism)

Ως συντηρητισμός (conservatism) ορίζεται το φαινόμενο με το οποίο οι άνθρωποι εμφανίζονται καχύποπτοι απέναντι στα νέα δεδομένα σε αντίθεση με αυτά που παρουσιάζουν μια ιστορικότητα. Τα άτομα παρουσιάζουν απροθυμία στο να αλλάζουν τις απόψεις τους και να δεχτούν τη νέα πληροφόρηση με ευκολία. Έχει παρατηρηθεί ότι ο συντηρητισμός προκαλεί υπό-αντίδραση των επενδυτών σε νέες πληροφορίες. Μία εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι η ανικανότητα των ατόμων να συνδυάσουν και αναλύσουν διαφορετικές πληροφορίες (Slovic, 1972). Ο Bacon επίσης το 1960, καταδεικνύει την επιμονή των ανθρώπων στις ήδη υπάρχουσες απόψεις τους. Υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι είναι απρόθυμοι να βρουν στοιχεία που θα αντικρούσουν την άποψη που ήδη έχουν υιοθετήσει, ωστόσο ακόμα και αν έρθουν αντιμέτωποι με αντικρουόμενα στοιχεία, τα αντιμετωπίζουν με καχυποψία.

3.1.4 Προσκόλληση- Αγκίστρωση (Anchoring)

Η προσκόλληση-αγκίστρωση (anchoring) αναφέρεται στην τάση των επενδυτών να αγκιστρώνονται από ένα συγκεκριμένο σημείο αναφοράς και να βασίζουν την κρίση τους σε αυτό για τις μελλοντικές τους αποφάσεις. (Kahneman και Tversky, 1974). Με άλλα λόγια οι επενδυτές προσκολλώνται σε κάποια δεδομένα και βασίζουν την κρίση τους με βάση κάποια συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί. Ουσιαστικά αποτελεί μια διαδικασία που διευκολύνει την λήψη αποφάσεων απλοποιώντας πολύπλοκα προβλήματα.

Στο πλαίσιο αυτής τις διαδικασίας συντόμευσης και απλοποίησης των επενδυτικών αποφάσεων προκύπτουν σημαντικά λάθη λόγω της προσκόλλησης των επενδυτών και της τάσης τους να επηρεάζονται από προηγούμενες τιμές του στοιχείου που αξιολογούν δίνοντας σημασία σε συγκεκριμένα σημεία αναφοράς. Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky το 1973 τα άτομα διαμορφώνουν τις εκτιμήσεις τους ορμώμενοι από μία αυθαίρετη τιμή και στην συνέχεια υιοθετούν μία διαδικασία προσαρμογής.

Εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει την αναποτελεσματικότητα αυτής της προσαρμογής των επενδυτών διότι η ανεπαρκής πληροφόρηση και η ελλείψεις αξιολόγηση του στοιχείου που τους ενδιαφέρει είναι δυνατόν να τους επηρεάσει έντονα ώστε να προσκολληθούν σε τυχαία γεγονότα ή δείκτες. Ακόμη, έχει παρατηρηθεί από τους Mussweiler και Schneller το 2003, ότι οι παρελθούσες τιμές ενός στοιχείου μπορεί να αποτελέσουν σημείο αναφοράς για τη λήψη μελλοντικών επενδυτικών αποφάσεων. Η προσκόλληση αυτή και η τάση των επενδυτών να δείχνουν απροθυμία στο να μεταβάλλουν τις αντιλήψεις τους, τους εμποδίζει να αναπροσαρμόσουν έγκαιρα την άποψη τους για ένα στοιχείο, με αποτέλεσμα να υποαντιδρούν (underreact) όταν παρουσιάζονται νέα δεδομένα και πληροφορίες σχετικά για μια μετοχή.

Πολλές μελέτες καταδεικνύουν το γεγονός ότι όταν δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση για μια μετοχή, οι παρελθούσες τιμές της αποτελούν καθοριστικό παράγοντα στην διαδικασία λήψης αποφάσεων και κατά συνέπεια η προσκόλληση στα ιστορικά δεδομένα είναι περισσότερο έντονη.

Η προσκόλληση σε αυτή την ιστορικότητα των τιμών και η τάση των παλαιότερων τιμών να λειτουργούν ως σημείο αναφοράς για νέες αποφάσεις εξηγεί την τάση των χρηματιστηριακών τιμών να μεταβάλλονται γύρω από ένα μέσο όρο (meanreversion). Με

την ίδια λογική, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών μιας μετοχής είναι πιθανό να προσκολλώνται στις μεταβολές των τιμών άλλων μετοχών και οι χρηματιστηριακοί δείκτες για την μετοχή μιας εταιρίας να προσκολλώνται σε επίπεδα δεικτών άλλων εταιριών. Το φαινόμενο της προσκόλλησης είναι επίσης υπεύθυνο, κατά τους Griffin και Karolyi (1998), και για την τάση των μετοχών να ακολουθούν μια ταυτόχρονη κίνηση.

Το φαινόμενο της προσκόλλησης είναι πολύ συχνό στην καθημερινή επενδυτική ζωή καθώς είναι στοιχείο της ανθρώπινης φύσης, οι τάση των ανθρώπων από την γέννηση τους να προσκολλούνται σε κάποια δεδομένα και να μην μπορούν να απαγκιστρωθούν από αυτά είναι βασικός παράγοντας επιλογής και λήψης αποφάσεων.

3.1.5 Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Biases)

Η τάση των επενδυτών να προσπαθούν να ανακτήσουν εμπειρίες, μνήμες και γεγονότα του παρελθόντος ώστε να εξετάσουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος και να αξιολογήσουν μια κατάσταση που τους απασχολεί ουσιαστικά αναφέρεται στη μεροληψία διαθεσιμότητας. Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky, (1974) ακόμη και αν αυτό αποτελεί μία απολύτως λογική διαδικασία, μπορεί να οδηγήσει σε λάθος εκτιμήσεις διότι δεν είναι όλες οι αναμνήσεις ανακτήσιμες ή διαθέσιμες. Η Μεροληψία διαθεσιμότητας έχει ως βασική της ερμηνεία την μεροληψία που δείχνουν τα άτομα σε γεγονότα που τα φόρτισαν περισσότερο συναισθηματικά στο παρελθόν και έτσι δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες πραγματοποίησης ενός γεγονότος από όσο πρέπει στο πιο έντονο ή συναισθηματικά φορτισμένο ενδεχόμενο. Μεροληπτική ορίζεται μια πληροφορία όταν περιέχει χαρακτηριστικά τα οποία εύκολα ανακτώνται από την μνήμη, δημιουργούν παρομοιάσεις με άλλα γεγονότα και ελκύουν την προσοχή. Συνεπώς, οι επενδυτές μεροληπτούν σχετικά με την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στην μνήμη τους παρόμοια γεγονότα ή πληροφορίες που τους έχουν κάνει εντύπωση. Σε αυτό το σημείο γίνεται εύκολα αντιληπτό το πόσο σημαντικός παράγοντας είναι η πληροφόρηση που παρέχουν τα μέσα μαζικής ενημέρωσης στη διαδικασία λήψης αποφάσεων όπου η επαναλαμβανόμενη αναπαραγωγή μιας πληροφορίας μπορεί να την κάνει εύκολα ανακτήσιμη από την μνήμη του επενδυτή και να προκαλέσει λανθασμένες εντυπώσεις ώστε εσφαλμένα να τη θεωρήσουν σωστή.

Σύμφωνα με τον Pompiari το 2006, υπάρχουν αρκετοί τύποι μεροληψιών διαθεσιμότητας οι τέσσερις κάτωθι τύποι ανταποκρίνονται επαρκώς στην επενδυτική συμπεριφορά .

- Η ανάκτηση (retrievability)
- Η κατηγοριοποίηση (categorization)
- Η περιορισμένη εμπειρία (narrowrangeofexperience)
- Η απήχηση (Reasonance).

3.1.6 Το Λάθος του Τζογαδόρου (Gambler's Fallacy)

Η εν λόγω μεροληπτική συμπεριφορά έχει άμεση σχέση με την πεποίθηση του ατόμου να πιστεύει πως μια κατάσταση η οποία αποκλίνει από το επιθυμητό για αυτόν αποτέλεσμα είναι δυνατόν να διορθωθεί στο μέλλον ή να ανατραπεί. Στη χρηματιστηριακή αγορά το λάθος του τζογαδόρου εμφανίζεται όταν τα άτομα που δραστηριοποιούνται σε αυτή θεωρούν ότι μία τάση των τιμών η οποία συνήθως δεν τους ευνοεί θα αντιστραφεί. Για το λόγο αυτό παρομοιάζεται με τη συμπεριφορά των τζογαδόρων, οι οποίοι πιστεύουν ότι η κακή τους τύχη θα αλλάξει προς όφελος τους. Συχνά λάθη στα οποία εμπίπτουν τα άτομα, είναι η πεποίθηση ότι τυχαία γεγονότα είναι πιο πιθανό να συμβούν επειδή δεν έχουν συμβεί για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι πιθανό να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι λιγότερο πιθανά να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα (Σπύρου, 2009).

3.1.7 Η Συμπεριφορά της Αγέλης (Herding)

Η συμπεριφορά αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αποφάσεις μεμονωμένων ατόμων επηρεάζονται από την τάση που διαμορφώνεται από το γενικό σύνολο και από το περιβάλλον τους. Αυτός ο τύπος συμπεριφοράς είναι βασισμένος σε εμπειρικούς κανόνες και θεωρεί ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα των αποφάσεων του περιβάλλοντος τους (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008). Αποτελεί έναν τύπο συμπεριφοράς βασισμένη σε εμπειρικούς κανόνες, η οποία θεωρεί ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα όσων λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον (Banerjee, 1992). Πρόκειται ουσιαστικά για άκριτη αντιγραφή επενδυτικών επιλογών που οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων (Hirshleifer and Teoh, 2003). Η συμπεριφορά της αγέλης θεωρείται από πολλούς

ερευνητές ως μία ψυχολογική τάση, που αντανακλά στην ανθρώπινη φύση και βασίζεται στην ασφάλεια που νοιώθουν οι άνθρωποι δρώντας σε ομάδες παρόμοιες με τις αγέλες. Μελέτες αποδεικνύουν ότι τα άτομα όταν συνειδητοποιούν ότι έρχονται σε αντίθεση με την ομάδα προτιμούν να αλλάζουν στάση και να ενσωματώνονται σε αυτή. Εμπειρικά πειράματα έχουν δείξει ότι όταν πραγματοποιούνται έρευνες σε άτομα μεμονωμένα, τα άτομα αυτά απαντούν σωστά στις ερωτήσεις που τους τίθενται, ενώ αντιθέτως, όταν τα ίδια άτομα ενσωματώνονται σε ομάδες που απαντούν εσκεμμένα λαθεμένα, τότε τα ίδια άτομα που είχαν απαντήσει σωστά προηγουμένως στις ερωτήσεις, τώρα απαντούσαν λαθεμένα παρασυρόμενοι από τις απαντήσεις της ομάδας. (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008). Σύμφωνα με τον Shiller(2001), αυτό συμβαίνει γιατί το άτομο αισθάνεται φόβο και ανασφάλεια να εκφράσει άποψη διαφορετική από αυτή του πλήθους.

Η συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να καθοδηγήσει τους επενδυτές σε επιτηδευμένες και λανθασμένες αποφάσεις, ωστόσο συχνά δίνει και μια ορθολογική διάσταση, καθώς επιτρέπει στον επενδυτή να συνειδητοποιεί πότε μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη και να μην λάβει μια αντίθετη θέση από τους υπόλοιπους. Αρκετοί επιστήμονες εξετάζουν την συμπεριφορά της αγέλης, καθώς σύμφωνα με τους ειδικούς αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ψυχολογικά σφάλματα των επενδυτών. Ιδιαίτερα σε περιόδους έντονων μεταβολών, όπως η τρέχουσα οικονομική κρίση, η αγελαία συμπεριφορά παρουσιάζεται έντονα στην χρηματιστηριακή αγορά αφού επικρατεί σύγχυση και οι επενδυτές προτιμούν να παραβλέψουν τις προσωπικές τους εκτιμήσεις και πληροφορίες και να ακολουθήσουν την τάση της αγοράς (Φίλιππας, 2009).

3.1.8 Αισιοδοξία - Θετική σκέψη (Optimism, Wishful Thinking)

Οι πλειοψηφία των επενδυτών παρουσιάζουν μια μη ρεαλιστική άποψη για τις ικανότητες τους, και αυξημένες πιθανότητες για την πραγματοποίηση γεγονότων (Weinstein, 1980). Σε έρευνες περισσότερο από το 90% των ερωτηθέντων προβλέπουν ότι οι εργασίες τους θα τελειώσουν πολύ νωρίτερα από ότι υπολόγιζαν ή ότι η συνύπαρξη τους με άλλα άτομα θα πάει πολύ καλά. (Buehler, Griffin and Ross, 1994) Επιπλέον, έρευνες έχουν αποδείξει ότι υπάρχουν πολλοί υπέρ-αισιόδοξοι επενδυτές που θεωρούν ότι δεν θα τους συμβούν επενδύσεις με απρόσμενα και μη επικερδή αποτελέσματα. Τέτοιες πεποιθήσεις μπορούν να καταστρέψουν χαρτοφυλάκια επειδή τα άτομα αποτυγχάνουν να

συνειδητοποιήσουν το γεγονός ότι μπορεί να συμβεί το αντίθετο από αυτό που περιμένουν (Pompian,2006).

3.1.9 Προσκόλληση στις πεποιθήσεις (BeliefPerseverance)

Η προσκόλληση στις πεποιθήσεις δεν είναι τίποτα άλλο από την τάση των ανθρώπων να εμμένουν σε μία άποψη ή επιλογή την οποία έχουν πιστέψει πολύ έντονα για αρκετό συνεχόμενο καιρό (Lord, RossandLepper, 1979). Οι επενδυτές υιοθετούν μια στάση την οποία πολύ δύσκολα αποποιούνται,δείχνουν απροθυμία στο να αλλάζουν άποψη αλλά και εάν βρεθούν αντιμέτωποι με στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση με τα έως τότε πιστεύω τους τα αντιμετωπίζουν με ιδιαίτερη επιφύλαξη.

3.2 Προτιμήσεις

Ένα απαραίτητο συστατικό στοιχείο κάθε υποδείγματος που προσπαθεί να κατανοήσει τις τιμές των χρεογράφων ή την επενδυτική συμπεριφορά είναι μία υπόθεση για τις προτιμήσεις των επενδυτών (HojeJoandDongManKim, 2008). Τα περισσότερα υποδείγματα υποθέτουν ότι οι επενδυτές πραγματοποιούν επενδύσεις ανάλογα με την υπόθεση της προσδοκώμενης χρησιμότητας τους.

3.2.1 Η Θεωρία της Προοπτικής (ProspectTheory)

Η Θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας (ExpectedUtilityTheory) έχει επικρατήσει στην διαδικασία λήψης αποφάσεων κάτω από συνθήκες κινδύνου (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008).Η συγκεκριμένη θεωρία έχει γίνει αποδεκτή ως ένα κανονιστικό υπόδειγμα ορθολογικής επιλογής, καθώς είναι ευρέως εφαρμόσιμη ως ένα περιγραφικό υπόδειγμα της οικονομικής συμπεριφοράς.Ωστόσο, είναι κοινώς αποδεκτό ότι υπάρχουν ορισμένες κατηγορίες προβλημάτων στα οποία οι προτιμήσεις των ατόμων παραβιάζουν συστηματικά την θεωρία της προσδοκώμενης χρησιμότητας.

Το 1979, οιKahneman και Tversky, θεώρησαν σημαντική τη δημιουργία μίας θεωρίας που θα εξηγούσε τις παραβιάσεις της θεωρίας της προσδοκώμενης χρησιμότητας. (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008) Στη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας οι χρησιμότητες των ενδεχομένων σταθμίζονται με τις πιθανότητές τους. Έτσι οι Kahneman και Tverskyέδειξαν

ότι οι προτιμήσεις των ατόμων συστηματικά παραβιάζουν αυτή την αρχή και ότι δίνουν μεγαλύτερη στάθμιση στα ενδεχόμενα που τα θεωρούν βέβαια, παρά σε αυτά που τα θεωρούν πιθανά.

Ύστερα από πειραματική έρευνα πρότειναν μία συνάρτηση στην οποία η αξία θα προσδιορίζεται από τα κέρδη και τις ζημιές σε σχέση με ένα συγκεκριμένο σημείο αναφοράς και έτσι θεμελίωσαν την θεωρία της προοπτικής (Prospecttheory). Η μελέτη τους, αποτέλεσε σημαντικό εφαλτήριο για περαιτέρω μελέτη, και αποτελεί ουσιαστικά μία περιγραφική θεωρία της διαδικασίας λήψης αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας, η οποία απορρίπτει την ιδέα της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης χρησιμότητας και βασίζεται σε γνωστικές διαδικασίες που υπογραμμίζουν σε πολλές περιπτώσεις την επιρροή από ψυχολογικούς παράγοντες.

Η κεντρική άποψη της θεωρίας της προοπτικής είναι η αποδοχή της υπόθεσης ότι οι επενδυτές δεν έχουν πάντα ορθολογική συμπεριφορά. Δέχεται ότι υπάρχουν συστηματικά λάθη που παρακινούνται από ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις επιλογές των επενδυτών υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Ορίζει τις προτιμήσεις ως μία συνάρτηση βαρών απόφασης και υποθέτει ότι αυτά τα βάρη δεν απεικονίζουν πάντα πιθανότητες. Η θεωρία της προοπτικής προτείνει ότι τα βάρη απόφασης τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε μικρές πιθανότητες και μικρότερη σε υψηλές πιθανότητες (RicciardiandSimon, 2000).

Η θεωρία της προοπτικής αποτελείται από δύο στάδια. Πρώτο είναι η επεξεργασία (editing) και δεύτερο η αξιολόγηση (evaluation). Η επεξεργασία αποτελεί την αρχική ανάλυση των προσφερόμενων προοπτικών με τη χρήση ευριστικών κανόνων, που οδηγεί σε απλοποίηση της διαδικασίας της επιλογής, και έπειτα η αξιολόγηση των επεξεργασμένων προοπτικών δίνει την τελική εικόνα ώστε να επιλεγεί η προοπτική με τη μεγαλύτερη αξία.

Η θεωρία της προοπτικής, αποτελεί σύμφωνα με πολλούς οικονομολόγους μία από τις πιο υποσχόμενες θεωρίες, αφού προσπαθεί να εντοπίσει τη συμπεριφορά των ατόμων υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Ένα από τα κύρια πλεονεκτήματά της είναι ότι μπορεί να εξηγήσει γιατί τα άτομα πραγματοποίησαν τελικά κάποια επένδυση, ακόμη και αν κάποια άλλη τους προσέφερε την ίδια απόδοση. Αποτελεί την πιο επιτυχημένη θεωρία στην αποτύπωση εμπειρικών αποτελεσμάτων (BarberisandThaler 2003).

3.2.2 Αποστροφή Ζημίας (LossAversion)

Σύμφωνα με την συνάρτηση χρησιμότητας των Kahneman και Tversky, παρουσιάζεται ασυμμετρία μεταξύ του βαθμού χρησιμότητας που τα άτομα βιώνουν από τις απώλειες και τα κέρδη και αυτό εξηγεί και την καμπυλότητα της συνάρτησης αξίας, η οποία είναι περισσότερο απότομη στη περιοχή των απωλειών και λιγότερο στη περιοχή των κερδών. Αυτή η συμμετρία ορίζεται ως αποστροφή ζημίας και σαν έννοια εκφράστηκε πρώτη φορά στην μελέτη τους το 1979. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι απώλειες σταθμίζονται σχεδόν διπλάσια από τα κέρδη δηλαδή ο συντελεστής αποστροφής της ζημίας είναι σχεδόν δύο. (Σπύρου, 2009) Επομένως, αν κάποιος χάσει ένα χρηματικό ποσό, η πικρία που θα αισθανθεί θα είναι διπλάσια από την χαρά που θα αισθανθεί αν κερδίσει το αντίστοιχο ποσό. (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008) Με άλλα λόγια, τα άτομα βιώνουν πολύ πιο έντονα το αίσθημα της απώλειας, παρά αυτό του κέρδους.

Ο Shefrin το 2001 υποστήριξε ότι η αποστροφή ζημίας είναι δυνατόν να περιορίσει τον φόβο του επενδυτή οδηγώντας τον σε εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων όταν συνειδητοποιήσει ότι αρχίζει να χάνει. Σύμφωνα με τον Rabin (2000) οι επενδυτές όταν έρθουν αντιμέτωποι με τον κίνδυνο ή όταν αντιμετωπίζουν καταστάσεις που ενέχουν κίνδυνο και περιέχουν μεγάλα ποσά εμφανίζουν μια έντονη αποστροφή.

Ο συνδυασμός της αποστροφής ζημίας με την τάση των επενδυτών να αποτιμούν τις επενδυτικές τους δραστηριότητες σποραδικά με συνέπεια να αγνοούν γεγονότα που μπορεί να συμβούν ορίζεται μυωπική αποστροφή ζημίας (myopic loss aversion). Αυτή η επενδυτική συμπεριφορά που αξιολογεί μυωπικά τις επενδυτικές δραστηριότητες αντί να την ελέγχουν σφαιρικά σαν ταυτόχρονη επενδυτική στρατηγική, οδηγεί σε εσφαλμένες εντυπώσεις, και οι επενδυτές αγνοούν τα οφέλη της διαφοροποίησης (Bernartzi and Thaler, 1995). Με βάση αυτό το φαινόμενο οι Bernartzi και Thaler προσπαθήσαν να λύσουν το γρίφο του πριμ των μετοχών (equity premium puzzle).

3.2.3 Αποστροφή Μετανοίας (Regret Aversion)

Η μετάνοια είναι ένα συναίσθημα που συνδέεται με την μεταγενέστερη γνώση, δηλαδή με το ότι μία διαφορετική παρελθούσα απόφαση θα είχε καλύτερη έκβαση από αυτή που έχει η απόφαση που επιλέχθηκε. Η μετάνοια περιλαμβάνει την πικρία της οικονομικής ζημίας και το αίσθημα ευθύνης για την λανθασμένη επιλογή. Σύμφωνα με τους Shefrin και Statman το

1985, ένας επενδυτής αποφεύγει να ρευστοποιήσει μία μετοχή που παρουσιάζει ζημιές για να αποφύγει την αναγνώριση των ζημιών. Αυτή η συμπεριφορά απεικονίζει το φαινόμενο αποστροφής προς τις ζημιές. Η αποστροφή από αυτό το συναίσθημα θεωρείται ως αιτία της αναβλητικότητας των ατόμων να πουλάνε μετοχές που παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, στην προσπάθεια τους να αποφύγουν την καταγραφή ζημιών. Ο Bell (1982), περιέγραψε την αποστροφή μετάνοιας σαν ένα συναίσθημα που προκύπτει συγκρίνοντας μία δεδομένη κατάσταση γεγονότων με την κατάσταση μίας επερχόμενης επιλογής. Έτσι πολλές φορές οι επενδυτές ωθούνται σε μη ορθολογικές κινήσεις με αποτέλεσμα να ζημιώνονται εν γνώσει τους.

Η θεωρία της μετάνοιας βρίσκει καθημερινή εφαρμογή στη χρηματοοικονομική αγορά. Σύμφωνα με τους Ricciardi και Simon, (2000) ένας επενδυτής μπορεί να αποφύγει να πουλήσει μετοχές που πέφτουν σε αξία για να μην μετανιώσει αναγνωρίζοντας ότι έκανε μία λανθασμένη επενδυτική επιλογή και αισθανθεί άσχημα αναφέροντας αυτή την απώλεια.

3.2.4 Πλαισίωση ή Διατύπωση (Framing)

Το φαινόμενο της πλαισίωσης αναφέρεται στην τάση των ατόμων να αντιλαμβάνονται διαφορετικά το ίδιο θέμα και να αντιδρούν με ανάλογο τρόπο στη διαδικασία λήψης αποφάσεων βασισμένοι στον τρόπο με τον οποίο διατυπώνεται το πρόβλημα ή η κατάσταση που τους απασχολεί. Συνεπώς, ο τρόπος που παρουσιάζεται ένα πρόβλημα, επηρεάζει τις αντιδράσεις των ατόμων. Οι Kahneman και Tversky το 1982, έδειξαν ότι υπάρχουν συστηματικές αλλαγές στις προτιμήσεις όταν το ίδιο πρόβλημα παρουσιάζεται με διαφορετικό τρόπο. Το φαινόμενο αυτό χρήζει ευρείας συζήτησης στον επιστημονικό κλάδο λόγω της μεγάλης επιρροής που ασκεί στους επενδυτές η διαφορετική διατύπωση ενός προβλήματος με αποτέλεσμα να λαμβάνουν λάθος αποφάσεις.

3.2.5 Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Η έννοια της νοητικής λογιστικής βασίστηκε στη θεωρία της προοπτικής. Σύμφωνα με τους Αλεξάκη και Ξανθάκη το 2008, η νοητική λογιστική αποτελεί μέρος της θεωρίας των προσδοκιών και περιγράφει στην τάση των ανθρώπων να κατηγοριοποιούν συγκεκριμένα γεγονότα σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς που κατασκευάζονται βάσει

συγκεκριμένων χαρακτηριστικών. Η νοητική λογιστική χρησιμοποιήθηκε αρχικά για να εξηγήσει την προτίμηση των επενδυτών για μερίσματα. Βασίζεται στο ότι οι άνθρωποι αντιμετωπίζουν προβλήματα εσωτερικής πειθαρχίας και αντιλαμβάνονται διαφορετικά τη χρησιμότητα τους.

Ο Thaler το 1985 περιγράφει τη νοητική λογιστική ως την τάση των επενδυτών να κωδικοποιούν, να κατηγοριοποιούν και να αξιολογούν διάφορες οικονομικές εκροές σε έναν αριθμό νοητικών λογαριασμών. Η βασική εκδοχή είναι ότι οι λήπτες αποφάσεων τοποθετούν τους διαφορετικούς τύπους επενδυτικών κινδύνων που συναντούν σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς και έπειτα εφαρμόζουν τους κανόνες των αποφάσεων της θεωρίας των προσδοκιών σε κάθε λογαριασμό αγνοώντας πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους (Thaler,1985).

Οι Shefrin και Thaler (1988), υποθέτουν ότι τα άτομα δημιουργούν νοητικά λογιστικά πρότυπα που λειτουργούν όπως οι επιχειρήσεις ξεχωρίζοντας τον πλούτο τους σε τρεις λογαριασμούς: το τρέχον εισόδημα, ταπεριουσιακά στοιχεία και το μελλοντικό εισόδημα. Σύμφωνα με τη θεωρία τους, οι επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις μικρότερης χρονικής διάρκειας χρησιμοποιώντας νοητικούς λογαριασμούς προκειμένου να ελέγξουν προβλήματα εσωτερικής πειθαρχίας.

Η ιδέα της νοητικής λογιστικής εξηγεί γιατί οι άνθρωποι προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες και προσφορές από πράγματα που δεν χρειάζονται. Όταν κάτι πωλείται χαμηλότερα από τη νοητική αξία που του έχουμε δώσει, η ευκαιρία κυριαρχεί πάνω στην πραγματική χρησιμότητά του πράγματος (Σπύρου,2009).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^Ο

ΦΗΜΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

4.1 Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Φήμες

Στην εποχή της ταχύτατης ανάπτυξης πληροφοριών ο ανθρώπινος εγκέφαλος δέχεται πληροφορίες και δεδομένα από το εξωτερικό του περιβάλλον, τρισεπεξεργάζεται και τις αξιολογεί προκειμένου να ληφθούν οι απαραίτητες αποφάσεις.

Μια σημαντική αδυναμία που δημιουργείται μέσα στο πλαίσιο της συνεχόμενης πληροφόρησης είναι ότι στις πληροφορίες μπορεί να εσωκλείονται ανακριβείς στοιχεία τα οποία είναι πιθανόν να έρχονται σε αντίθεση με τις πεποιθήσεις ή τις προτιμήσεις που έχει ο εκάστοτε λήπτης. Αυτά τα στοιχεία, αποτελούν μια διαφορετική μορφή επικοινωνίας, μπορούμε να τα ονομάσουμε φήμες, διότι δεν εμπεριέχουν κάποια απόδειξη αλήθειας και αξιοπιστίας.

Μέσα από την ραγδαία ανάπτυξη και πρόοδο της τεχνολογίας, τανέα μέσα επικοινωνίας, πέρα από τα παραδοσιακά, προσφέρουν στο κοινωνικό σύνολο έναν τεράστιο όγκο πληροφοριών που δημιουργούν ένα έφορο έδαφος για τη διάδοση φημών με ασύμμετρα μηνύματα σε σχέση με την υφιστάμενη κατάσταση στην αγορά με συνέπεια τα άτομα να οδηγούνται σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις και σε επιλογές που απορρέουν από αναληθείς και καθοδηγούμενα τις περισσότερες φορές μηνύματα.

Ιδιαίτερα στη σημερινή εποχή, που οι φήμες κυκλοφορούν με ιλιγγιώδη ταχύτητα κρίνεται αναγκαίο να κατανοηθούν ποιες είναι οι ρίζες των φημών, οι δυνάμεις που τις δημιουργούν, καθώς και ο μηχανισμός μετάδοσης τους, διότι όταν δεν είναι γνωστή η πηγή της πληροφορίας, το άτομο οφείλει να διαχωρίσει το ψέμα από την αλήθεια και την πραγματική πληροφορία που βρίσκεται πίσω από τη φήμη.

Η άποψη ότι η φήμη αντιπροσωπεύει ένα δυναμικό φαινόμενο που μπορεί να ερμηνευτεί μέσα από την διεπιστημονική ανάλυση ψυχολογικών και περιστασιακών παραγόντων επικρατεί τα τελευταία χρόνια. Οι κοινωνικοί ψυχολόγοι Gordon Allport και Leo Postman (1947) στο βιβλίο τους με τίτλο “The psychology of rumor” ορμώμενοι από τα γεγονότα που συνέβησαν στον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο κατέληξαν στο ηχηρό συμπέρασμα πως η μετάδοση των φημών είναι ανάλογη με τη διαδικασία συλλογικής επίλυσης προβλημάτων και ότι οι

φήμες εξαπλώνονται όταν στα γεγονότα που εσωκλείονται σε μια κατάσταση επικρατεί ασάφεια καθώς και όταν το θέμα για το οποίο διαδίδονται οι φήμες παρουσιάζει ιδιαίτερη σημασία για το κοινό.

Το καίριο ζήτημα προς εύρινα είναι το ποιοι παράγοντες είναι αυτοί που πραγματικά κρατάν τις φήμες στην επικαιρότητα από την στιγμή που θα δημοσιοποιηθούν. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό προκύπτει εύκολα αν σκεφτεί κάποιος πως το περιεχόμενο τους τίθεται υπό αμφισβήτηση όσον αφορά την εγκυρότητα και την προέλευσή του. Ο βαθμός πειστικότητας τους καθορίζει το βαθμό διάδοσής τους και αποτελεί το βασικό κριτήριο αξιολόγησης της αξιοπιστίας τους (Rosnowet al.,1986). Συνεπώς, εάν οι φήμες διαθέτουν λογικό υπόβαθρο και κατανοητό από τον δέκτη τότε μπορούν να μεταφερθούν στο ευρύτεροκοινωνικό σύνολο.

Είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι χρηματοοικονομικές φήμες είναι ταυτόσημες με όσες είναι επιχειρηματικά προσανατολισμένες. Οι χρηματοοικονομικές φήμες είναι αρκετά διαδεδομένες εξαιτίας της πολυπλοκότητας τους και του τεράστιου ενδιαφέροντος που παρουσιάζουν τα εμπλεκόμενα με αυτές μέρη για την οικονομία, την πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών που επηρεάζουν το χαρτοφυλάκιό τους, των πολιτικών αποφάσεων που καθοδηγούν επιχειρηματικές κινήσεις και υποκινούν τις επενδυτικές δραστηριότητες, καθώς και των επιπτώσεων που μπορεί να έχουν λανθασμένοι χειρισμοί στα κεφάλαια των επενδυτών. Κατά συνέπεια ο συνδυασμός της αξιοπιστίας, της ακρίβειας και της εγκυρότητας που διακρίνουν μια πληροφορία είναι ο καθοριστικός παράγοντας για τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών φημών στην αγορά.

Ακόμη, όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές φήμες, αυτό που χρήζει έντονης διερεύνησης και προσοχής από τους ενδιαφερόμενους, πέρα από το περιεχόμενό τους, είναι ο σκοπός για τον οποίο δημιουργήθηκαν και σε τι αποβλέπουν. Τέτοιου είδους φήμες κατακλύζουν σε καθημερινή βάση στις χρηματοοικονομικές αγορές και απασχολούν ιδιαίτερα τους επενδυτές συνήθως μετά από την εξαγγελία επερχόμενων συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιριών, μετά από πολιτικές ανακοινώσεις, ή από απότομες κινήσεις των τιμών των μετοχών.

Οι φήμες είναι μια ειδική μορφή πληροφοριών όπως προείπαμε όπου τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, πρέπει να αξιολογούνται, να αποκρυπτογραφούνται και να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη όλοι οι παράγοντες που συντελούν στην δημιουργία μιας φήμης. Δεδομένου ότι οι φήμες αφορούν οικονομικά, ψυχολογικά και κοινωνικά στοιχεία, είναι απαραίτητο να εφαρμοστεί μια διεπιστημονική προσέγγιση κατά την ανάλυση των φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Οι φήμες είναι ένα αποτελεσματικό μέσω μετάδοσης πληροφοριών που αν και απασχολεί χρόνια το κοινωνικό σύνολο, δεν είναι αποδεκτές στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξαιτίας της πολυπλοκότητας τους και της δυσκολίας συγκέντρωσης ποιοτικών δεδομένων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

4.2 Κατηγορίες Φημών

Οι ειδήσεις περιέχουν όλων των ειδών τα μηνύματα είτε αυτά έχουν επιβεβαιωθεί είτε όχι, οι φήμες είναι μέρος των ειδήσεων, αναπαράγονται με κάθε επιφύλαξη ώσπου επίσημα θα επιβεβαιωθούν ως έγκυρες πληροφορίες ή θα απορριφθούν ως αναληθείς.

Μια ανεπιβεβαίωτη είδηση, μια φήμη δηλαδή, μπορεί να πάρει διάφορες μορφές ανάλογα με το σκοπό που εξυπηρετείται την πληροφορία που θέλει να διαδώσει. Οι φήμες διακρίνονται αρχικά ανάλογα με το μέσω που μεταδίδονται σε ιδιωτικού ή δημόσιου χαρακτήρα. Αν ο τρόπος μετάδοσης είναι ιδιωτικός, δηλαδή δεν αναπαράγεται στα μέσα ώστε να έχουν όλοι την απαραίτητη ενημέρωση, τότε προκύπτει ασυμμετρία πληροφόρησης διότι κάποιιοι γνωρίζουν σε μια συγκεκριμένη στιγμή περισσότερα από κάποιους άλλους διαφορετικά αν ο τρόπος μετάδοσης είναι δημόσιος, τότε προκύπτει συμμετρία πληροφόρησης. Αυτή η διάκριση είναι σημαντική γιατί φήμες, γιατί επηρεάζουν την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου και μπορούν να αναλυθούν αναλόγως.

Ακόμη, ανάλογα με το περιεχόμενό τους οι φήμες στις μπορούν να ταξινομηθούν στις κάτωθι κατηγορίες σύμφωνα με το αν σχετίζονται με επιχειρήσεις, φυσικά πρόσωπα ή και με την οικονομική και πολιτική κατάσταση.

- **Χρηματοοικονομικές φήμες που σχετίζονται με επιχειρήσεις:** Πρόκειται για αναληθείς και μη επιβεβαιωμένες ειδήσεις αναφορικά με τη χρηματοοικονομική πορεία και την επιχειρηματική δραστηριότητα κάποιων εταιριών, όπως όταν μια εταιρία φημολογείται ότι θα εξαγοράσει από μια άλλη.
- **Χρηματοοικονομικές φήμες που σχετίζονται με φυσικά πρόσωπα:** Πρόκειται για φήμες που αφορούν πρόσωπα τα οποία ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα στη χρηματοοικονομική αγορά και των οποίων οι ενέργειες έχουν αντίκτυπο τόσο στην οικονομική σταθερότητα των επιχειρήσεών τους όσο και στις αγορές.
- **Χρηματοοικονομικές φήμες που σχετίζονται με γεγονότα:** Αφορούν γεγονότα που λαμβάνουν χώρα τόσο στο οικονομικό όσο και στο πολιτικό σκηνικό.

Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικές φήμες μπορούν να διαχωριστούν σε έξι κατηγορίες βασισμένες στην προέλευσής και στο είδος εμφάνισής τους.

1) Όταν το κοινό δε λαμβάνει ακριβή πληροφόρηση και απαντήσεις σε θέματα που το απασχολούν, τότε το άτομο διαμορφώνει την προσωπική του άποψη για τα θέματα που το απασχολούν, γεγονός που πυροδοτεί τις συνθήκες ώστε να δημιουργηθούν φήμες.

2) Υπάρχουν φήμες που κυκλοφορούν με συγκεκριμένο σκοπό, όπως οι φήμες που αποσκοπούν στο κέρδος. Παράδειγμα τέτοιων φημών αποτελούν οιδηλώσεις περί συγχωνεύσεων και εξαγορών δύο εταιριών έτσι ώστε οι εταιρίες να είναι πιο κερδοφόρες.

3) Μηνύματα που περιέχουν δυσνόητα στοιχεία και πληροφορίες που δεν είναι εύκολα να ερμηνευθούν από το κοινό μπορεί να οδηγήσουν σε φήμες, καθώς το κοινό δεν αντιλαμβάνεται τον σκοπό της είδησης με αποτέλεσμα να αντιδρά με ένα τρόπο υπερβολικό απέναντι σε αυτήν.

4) Όσον αφορά την τρίτη περίπτωση, υπάρχει το ενδεχόμενο να διαδίδονται ερμηνείες μιας είδησης για συγκεκριμένο λόγο, προκειμένου οι αποδέκτες να οδηγηθούν επίτηδες σε λανθασμένες επιλογές.

5) Η αβεβαιότητα για την πηγή που προέρχεται η φήμη αποτελεί προϊόν φαντασίας και μπορεί να προκαλέσει στο κοινό συναισθήματα φόβου και ανησυχίας.

6) Η κατηγορία αυτή είναι το αντίθετο ακριβώς της πέμπτης, καθώς η φαντασία μπορεί να δημιουργήσει φήμες επίτηδες εξυπηρετώντας έναν συγκεκριμένο σκοπό.

Τα όσα αναφέρθηκαν αναπαριστώνται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 1: Κατηγοριοποίηση των φημών με βάση την πηγή προέλευσης και το είδος εμφάνισής τους.

| | | Πηγή προέλευσης φημών | | |
|-----------------------|-----------|-----------------------|---------------------|------------------|
| | | Από ένα γεγονός | Από μια λεπτομέρεια | Από την φαντασία |
| Λόγοι εμφάνισής φημών | Αυθόρμητα | 1 | 3 | 5 |
| | Επίτηδες | 2 | 4 | 6 |

(Πηγή: Schindler Mark, "Rumors in financial markets: Insights into Behavioral Finance", 2007, WileyFinance)

Οι παραπάνω έξι κατηγορίες αφορούν κάθε μορφή φήμης. Οι φήμες στις χρηματαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν περαιτέρω σε δυο διαστάσεις στις φήμες της αγοράς και στις φήμες δημοσίου χαρακτήρα καθώς και στις τέσσερις κάτωθι κατηγορίες.

- 1) Γενικές φήμες δημόσιου χαρακτήρα.
- 2) Συγκεκριμένες φήμες δημόσιου χαρακτήρα.
- 3) Γενικές φήμες της αγοράς.
- 4) Συγκεκριμένες φήμες της αγοράς.

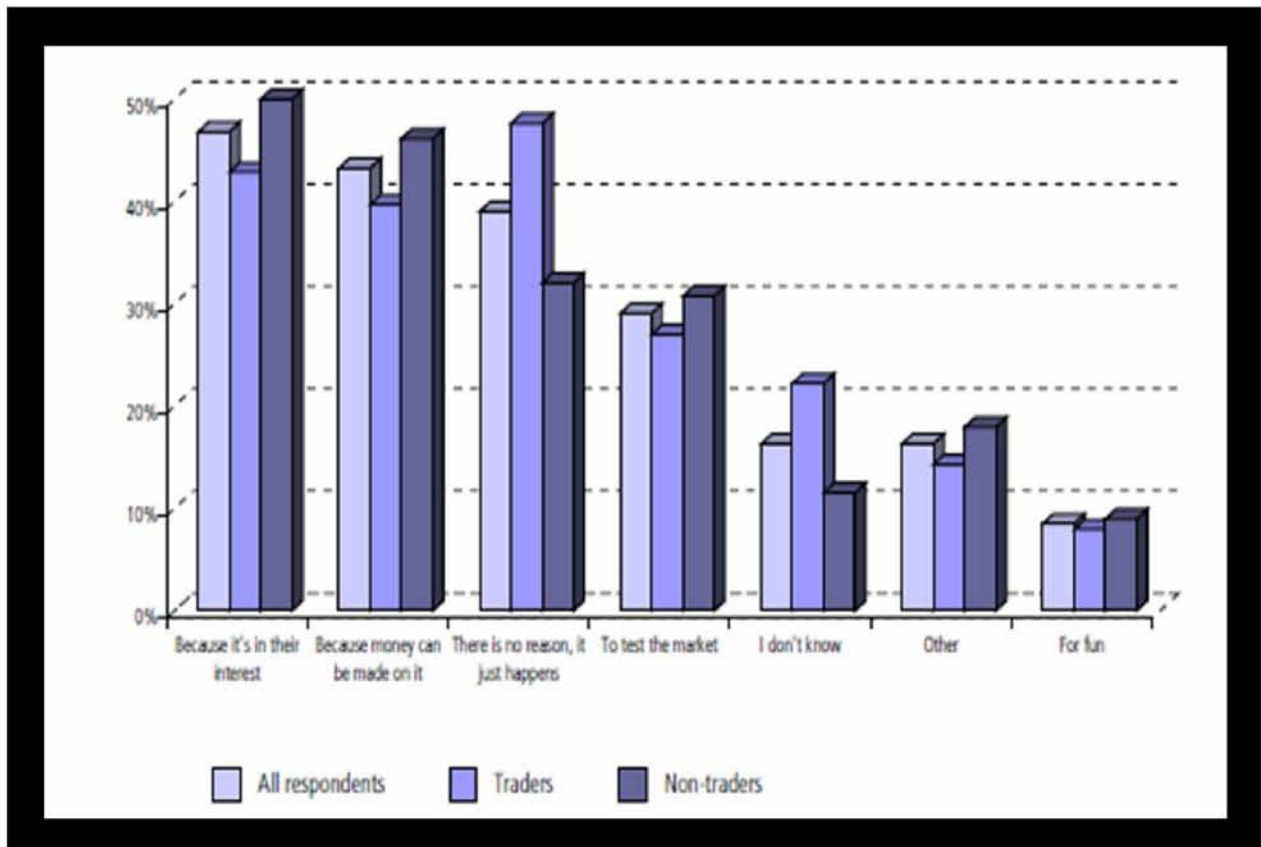
Έχουν διεξαχθεί αρκετές μελέτες σχετικά με την επιρροή που ασκεί μία φήμη στο χρηματιστήριο. Στην διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές επιστημονικές έρευνες που αποδεικνύουν την έντονη επίδραση μιας φήμης στις χρηματιστηριακές τιμές. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, συνδέοντας τις κοινωνικές επιστήμες με τη χρηματοοικονομική, παρέχει το θεωρητικό υπόβαθρο και την δυνατότητα να εξηγηθεί αυτό το φαινόμενο, και παρέχει στους επενδυτές και διαχειριστές χαρτοφυλακίων μια ποιοτική άποψη για το θέμα.

Οι φήμες που κυκλοφορούν στις χρηματαγορές επιδρούν σημαντικά στο συναισθηματικό κόσμο των επενδυτών, επηρεάζουν είτε αρνητικά είτε θετικά την διάθεση τους και κατά συνέπεια τις αποφάσεις τους, μπορεί να είναι αισιόδοξοι με την ανακοίνωση μιας ευχάριστης είδησης ή αντίθετα απαισιόδοξοι για την έκβαση μιας υπόθεσης που τους απασχολεί με αποτέλεσμα να νιώθουν φόβο και έντονη ανησυχία. Αποδεικνύεται ότι η συναισθηματική κατάσταση του ατόμου και η ψυχολογική του διάθεση εμφανίζουν μεταβολές που καθορίζονται από τις πληροφορίες που αποδέχεται και από όσα λαμβάνουν χώρα στη χρηματοοικονομική και πολιτική σκηνή. Για το λόγο αυτό, τα άτομα που δραστηριοποιούνται σε χρηματοοικονομικούς και πολιτικούς κλάδους οφείλουν να αξιολογούν ορθά όλα τα ενδεχόμενα σενάρια προτού προχωρήσουν σε επιχειρηματικές ή επενδυτικές αποφάσεις.

4.3 Λόγοι ανάπτυξης φημών

Το Ινστιτούτο Εμπειρικής Έρευνας Οικονομικού κλάδου του Πανεπιστημίου της Ζυρίχης, οργάνωσε και πραγματοποίησε μια έρευνα στην οποία καταγράφηκαν οι ουσιαστικοί λόγοι που συντελούν στη δημιουργία μιας φήμης. Η έρευνα διεξήχθη μέσω του διαδικτύου και συμμετείχαν σε αυτή περίπου 200 επαγγελματίες του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα απαντώντας σε ερωτηματολόγια αλλά και με συνεντεύξεις σε επιλεγμένους επαγγελματίες που είχαν εμπειρία από φήμες σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το παρελθόν.

Διάγραμμα 2: Λόγοι ανάπτυξης φημών



(Πηγή "Rumors in Financial Markets: Survey on how they evolve, spread and are traded on", Mark P. Schindler, June 2003)

Όπως προκύπτει από το άνωθεν διάγραμμα, περίπου το 48% από τους συμμετέχοντες στην έρευνα επέλεξαν ως λόγο δημιουργίας μιας φήμης, το ότι αυτοί που δημιουργούν μια ψευδή είδηση αποβλέπουν σε χρηματικό κέρδος, ενώ το 40% θεωρεί πως η αιτία δημιουργίας μιας φήμης είναι ανούσια και ότι κατασκευάστηκε απλά για να υπάρχει. Η πλειοψηφία των ερωτηθέντων ωστόσο υποστηρίζει πως από τις φήμες επωφελούνται κυρίως οι δημιουργοί τους, οι οποίοι έχουν συγκεκριμένους σκοπούς και για να τους πετύχουν κατασκευάζουν και διαδίδουν μη έγκυρες και αξιόπιστες ειδήσεις με τις οποίες επιδιώκουν να υποκινήσουν την κοινή γνώμη και να καθοδηγήσουν τις επενδυτικές αποφάσεις προς όφελος τους.

4.4 Συνέπειες των φημών στις χρηματαγορές.

Σε όποια μορφή χρηματοοικονομικών φημών και αν αναφερθούμε, καταλήγουμε εύκολα στο συμπέρασμα ότι ασκούν σημαντική επιρροή στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Έπειτα από εκτενείς μελέτες οι ερευνητές θεωρούν βέβαιο ότι μια μεταβολή στις τιμές ομολόγων, μετοχών, ακόμη και των εμπορευμάτων είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με γεγονότα που αφορούν αλλαγές στην πολιτική που ασκούν οι ανταγωνιστές, στις μεταβολές επιτοκίων και σε μια πληθώρα από άλλους παράγοντες οι οποίοι κρύβονται πίσω από κάθε φήμη και οι οποίοι αποσκοπούν σε συγκεκριμένους σκοπούς. Ο πιο συχνός σκοπός για την δημιουργία φημών είναι η επίτευξη υψηλότερων κερδών από τις επιχειρήσεις και αυτό το πετυχαίνουν με την διάδοση φημών που σχετίζονται με την εξαγορά μετοχικών τίτλων ή με μια προκείμενη συγχώνευση. Όσον αφορά αυτή την κατηγορία φημών ισχύουν τα ακόλουθα:

- Η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά σε φήμες που αναφέρονται σε εξαγορές, παρότι δεν επιτυγχάνεται η δημιουργία υψηλότερων κερδών από την αγοραπωλησία τίτλων εταιριών που είναι τα αντικείμενα των εν λόγω φημών.
- Πριν από τη δημοσιοποίηση της είδησης που αφορά την εξαγορά σημειώνεται αύξηση της τιμής της μετοχής, ενώ τη στιγμή της δημοσίευσης της συγκεκριμένης είδησης υπάρχει μια ουδετερότητα στην αγορά χωρίς να παρατηρείται κάποια ιδιαίτερη επιχειρηματική κίνηση.
- Οι φήμες σπάνια προβλέπουν επικείμενες εξαγορές, έρευνες απέδειξαν ότι οι φήμες προέβλεπαν σωστά εξαγορές σε διάστημα ενός έτους.

Οι επενδυτές για να αποκομίσουν τα προσδοκώμενα οφέλη πρέπει να ανταποκρίνονται γρήγορα στις νέες πληροφορίες πριν η υπόλοιπη αγορά λάβει τα νέα. Στη χρηματοπιστωτική αγορά όπου η πίεση για άμεση ανταπόκριση στα δεδομένα της αγοράς είναι έντονη και το άγχος για σωστές επιλογές δημιουργούν μια ιδιαίτερα ευνοϊκή βάση για την γέννηση φημών, οι οποίες συχνά αποτελούν το δημόσιο βήμα διευθυντικών αποφάσεων για τις δραστηριότητες της αγοράς, που δεν έχουν ακόμη ανακοινωθεί δημόσια. Δεδομένου ότι ο τομέας της επικοινωνίας κατακλύζει τους επενδυτές με πληροφορίες η απαιτούμενη διαδικασία λήψης αποφάσεων έχει επιταχυνθεί, κατά συνέπεια ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες πρέπει να αξιολογούνται και να αντιμετωπίζονται με μεγαλύτερη προσοχή.

Η μετάδοση των φημών αναπόφευκτα εισήλθε στην καθημερινή επενδυτική πραγματικότητα και ακόμη και μέσα με αξιοπιστία για τις πληροφορίες που μεταδίδουν όπως το

TheWallStreetJournal, μεταφέρουν φήμες οικονομικών στοιχείων και διοικητικών αποφάσεων που δεν έχουν ακόμα ανακοινωθεί δημοσίως. Αρκετοί αναλυτές της αγοράς αποκαλούν όσους συναλλάσσουν φήμες ως noisetraders, όμως διατηρούν αμφιβολίες σχετικά με το πόσο οι αγορές είναι στην πραγματικότητα ευαίσθητες ώστε να επηρεάζονται από τη μετάδοση μιας είδησης. Ερευνητές της αγοράς έχουν διαπιστώσει ότι η τιμή μιας μετοχής αντιδρά σημαντικά περισσότερο σε συμβουλές και συστάσεις όταν μια αγορά υφίσταται κρίση από ότι όταν η αγορά είναι σταθερή (Schachter, Hood, Andreassen, and Gerin, 1986). Γενικά, οι χρηματοοικονομικές φήμες φαίνεται να έχουν το μεγαλύτερο αντίκτυπο τους σε ασταθή σκηνικά προκαλώντας τυχαιότητα στις τιμές (DiFonzo and Bordia, 1997). Συνεπώς, παρουσιάζεται για μεγάλο χρονικό διάστημα μεταβλητότητα στην τιμή, είτε ανοδική είτε πτωτική, σε συναλλαγές που βασίζονται σε φήμες, λόγω της τάσης τους να προκαλούν αποκλίσεις από την τυχαιότητα, για παράδειγμα, όταν μια φήμη εξαγοράς δημοσιεύεται στο TheWallStreetJournal, συνήθως ακολουθείται από μια σημαντική βραχυπρόθεσμη ανοδική πορεία της τιμής της μετοχής.

Στη σημερινή παγκοσμιοποιημένη αγορά, οι επενδυτές έχουν επικεντρώσει το ενδιαφέρον τους σε πληροφορίες που αφορούν πιθανές ευκαιρίες εξαγοράς. Τα τελευταία χρόνια, αναλυτές εξέτασαν την επίδραση των φημών εξαγοράς στην εμπορική δραστηριότητα. Για παράδειγμα, μια μελέτη που διεξήχθη στο Harvard School of Government, αξιολόγησε το αντίκτυπο 42 φημών εξαγοράς που εμφανίζονταν στη στήλη του TheWallStreetJournal «Heard on the Street» το 1983-1985. Μια ανάλυση των επενδυτικών αποφάσεων, που βασίζεται στην εξέταση μιας στρατηγικής «buy and hold trading» διάρκειας ενός έτους από την ημερομηνία δημοσίευσης της φήμης, ανέδειξε υπερβολικές αποδόσεις αμελητέου κινδύνου. Η διαπίστωση αυτή οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις φήμες. (Pound and Zeckhauser, 1990).

Σε μια ανάλογη μελέτη, οι Zivney, Berin και Torabzadeh, (1996) μελέτησαν περίπου 800 φήμες εξαγοράς για την περίοδο 1985-1988 λαμβάνοντας υπόψη τα δεδομένα που αναφέρονταν στη στήλη του TheWallStreetJournal «A Breathe of the Market». Από τα αποτελέσματά της έρευνας προέκυψαν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις αρχικές φήμες, και έπειτα παρουσιάζονται αμελητέες αποδόσεις. Ενδιαφέρον παρουσιάζει ότι οι ερευνητές διαπίστωσαν διαφορετικές αντιδράσεις της αγοράς ανάλογα με τη στήλη της εφημερίδας στην οποία εμφανίστηκαν οι φήμες.

Βραχυπρόθεσμες υπερβολικές αντιδράσεις στην αγορά εμφανίστηκαν να βασίζονται σε φήμες που υπήρχαν στη στήλη «A breastoftheMarket», σε αντίθεση με την ταχεία σταθεροποίηση των τιμών που δημοσίευε η στήλη «HeardontheStreet». Με βάση τις αναλύσεις τους, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές θαωφεληθούν όχι από την αγορά την ημερομηνία δημοσίευσης της φήμης και τη διατήρηση της για κάποιο χρονικό διάστημα, αλλά από την πτώση των τιμών σε φήμες που εμφανίζονται στη στήλη «A breastoftheMarket», για μία περίοδο περίπου 3 μήνες μετά από την φήμη.

Πέρα από την πληροφόρηση που παρέχουν, το περιεχόμενο των φημών μπορεί έχει ουσιαστικό αντίκτυπο στις χρηματαγορές, προκαλώντας συναισθήματα στον επενδυτή όπως η αισιοδοξία ή η απαισιοδοξία, η επίδραση των οποίων είναι γνωστή στους περισσότερους επενδυτές αφού σύμφωνα με αυτά τα συναισθήματα μεταβάλλεται η προθυμία τους για επενδύσεις.

Η χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζεται και αντιδρά σε όλα τα γεγονότα, είτε συνδέονται με οικονομικές αποφάσεις είτε όχι, και οι φύση των γεγονότων αυτών ασκεί ανάλογη επιρροή στην καταναλωτική και επενδυτική δραστηριότητα.

4.5 Στρατηγικές ελέγχου και αντιμετώπισης των φημών

Δεδομένου ότι οι φήμες αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι πλέον επιτακτική η ανάγκη για εξεύρεση αποτελεσματικών πρακτικών για την αντιμετώπιση τους. Η διαχείριση των φημών θα πρέπει να αποτελεί βασική επιχειρηματική λειτουργία. Η αγνόηση μιας φήμης και η ελπίδα ότι θα εξομαλυνθεί η κατάσταση από μόνη της, είναι αφελής πρακτική και φέρνει τα λάθος αποτελέσματα, η πιο επιτυχημένη προσέγγιση για την αντιμετώπιση των φημών της αγοράς επιτάσσει τη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας μέσα από τις κατάλληλες δημοσιεύσεις της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό, οι ενδιαφερόμενοι αλλά και το ευρύτερο κοινό δε θα είναι ευάλωτο σε πιθανές φήμες αντίθετες με το συμφέρον της επιχείρησης. Αν και αυτό δεν είναι τόσο εύκολο στην εφαρμογή του οι ακόλουθες συστάσεις θα πρέπει να ακολουθούνται από τους εμπλεκόμενους ώστε να αποφεύγονται επιβλαβείς φήμες ή έστω να μειώνεται η ένταση από φήμες που δεν μπορούν να προληφθούν.

Οι ακόλουθες προτάσεις και στρατηγικές αντιμετώπισης κακόβουλων φημών μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τα ανώτερα στελέχη ως μηχανισμοί άμυνας και πρόληψης από τις

επιτηδευμένα κακόβουλες φήμες και τις συνέπειες αυτών για την οικονομική ευημερία των εταιριών τους.

- Αξιόπιστες δημόσιες σχέσεις : Οι δημόσιες σχέσεις αποτελούν στις μέρες μας έναν από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους εξασφάλισης εμπιστοσύνης στο πρόσωπο μιας εταιρίας. Με την λειτουργία των δημόσιων σχέσεων η εταιρία αναπτύσσει δραστηριότητες που έχουν σχεδιαστεί για να αποκτήσει μια θετική εικόνα στην αγορά και για να ελαχιστοποιήσει την πιθανότητα εμφάνισης δυσμενών συνεπειών στην επιχειρηματική πορεία από κακοπροαίρετες διαδόσεις.
- Επαγρύπνηση: Οι οικονομικές φήμες είναι καθημερινός αντίπαλος στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Τα ανώτερα στελέχη μιας εταιρίας πρέπει να είναι σε εγρήγορση ώστε αν βρεθούν κάποια στιγμή αντιμέτωποι με φήμες να εξακριβώσουν ποιες από αυτές είναι οικονομικά συμφέρουσες. Γενικότερα, οφείλουν να παρακολουθούν συνεχώς όσες αλλαγές συμβαίνουν στην αγορά όπως αυξομειώσεις στον όγκο των πωλήσεων άλλων και στον κύκλο εργασιών τους.
- Υπεύθυνοι παρακολούθησης και ελέγχου φημών : Ουσιαστική στρατηγική για μια εταιρία θα ήταν να ορίσει ελεγκτές φημών, με κύρια αρμοδιότητα τους την ανίχνευση κακόβουλων φημών για την εταιρία.
- Σχέδιο διαχείρισης κρίσεων : Υποθέτοντας ότι μια κακοπροαίρετη φήμη κυκλοφορεί για μια επιχείρηση, εκείνη θα πρέπει να είναι σε θέση να διαμορφώσει ένα σχέδιο αντιμετώπισης της έτσι ώστε να τη διαχειριστεί γρήγορα, αποτελεσματικά και να αποτρέψει τις συνέπειες που θα επιφέρει στην εταιρία.

Είναι σημαντικό κάθε επιχείρηση να οργανώνει την δική της προσέγγιση για την αντιμετώπιση φημών, αφού δεν υπάρχει αλάνθαστο σχέδιο για την πρόληψη και την εξουδετέρωση τους, ή σχέδιο που να εξασφαλίζει την εκτόνωση μιας πιθανής κρίσης από μια κακόβουλη, επιζήμια και ψευδή φήμη που άδικα στοχεύει την οικονομική ευημερία της επιχείρησης.

4.6 Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η αξιολόγηση κάθε μορφής πληροφορίας και ο τρόπος με τον οποίο αυτές επηρεάζουν την κατανομή των επενδυτικών κεφαλαίων σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι μία από τις θεμελιώδεις αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας. Οι φήμες που διαδίδονται έχουν ιδιαίτερα

χαρακτηρίστηκα και αποτελούν είναι μία ιδιόμορφη πηγή πληροφορίας, επομένως κρίνεται αναγκαίο να αναλυθούν από μία χρηματοοικονομική σκοπιά. Ένας ακόμη λόγος που ωθεί τους ερευνητές σε περαιτέρω μελέτη των φημών, είναι το γεγονός ότι οι φήμες επηρεάζονται από ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες καθώς η επικοινωνία είναι η κινητήριος δύναμη διάδοσης των φημών και η ψυχολογία παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των φημών, αφού μπορεί να οδηγήσουν σε συναισθήματα όπως φόβος και άγχος με συνέπεια τα άτομα να αδυνατούν να λάβουν ορθολογικές αποφάσεις.

Αυτά τα χαρακτηριστικά καθιστούν αναγκαία τη μελέτη τους από τη σκοπιά της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, καθώς εμπεριέχουν στοιχεία από όλες τις επιστήμες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναλύει το θέμα τόσο σε ατομικό επίπεδο, όπου αναλύεται μεμονωμένα η διαδικασία λήψης μίας επενδυτικής απόφασης όσο και στο σύνολο της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναλύει κάτω από ποιες συνθήκες τα άτομα λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις οι οποίες έχουν απόκλιση από την ορθολογική συμπεριφορά που περιγράφεται από τα κλασσικά υποδείγματα.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν διάφορες έρευνες που αποδεικνύουν την επίδραση της φήμης στις χρηματιστηριακές τιμές καθώς η σύνδεση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, με την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την κλασσική χρηματοοικονομική, αποτελεί το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο για να εξηγηθεί η ουσιαστική επίδραση των φημών στις αγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ - ΤΟ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟ ΤΗΣ ΣΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ

5.1 Χρηματαγορές και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η τρέχουσα οικονομική κρίση, ήρθε να επιβεβαιώσει τις υποθέσεις των ερευνητών περί μη ύπαρξης σταθερότητας την αγορά και του μη ορθολογικού τρόπου με τον οποίο οι άνθρωποι λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις επαναξιολογώντας τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν οι χρηματαγορές. Οι Akerlof και Shiller (2009) υποστηρίζουν ότι αν τα άτομα ήταν ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων δεν θα υπήρχαν υφέσεις και κρίσεις. Το γεγονός όμως ότι είμαστε αντιμέτωποι με μια τεράστια οικονομική κρίση καθιστά από μόνο του το ορθολογικό μοντέλο ανεπαρκές. Έτσι για να κατανοηθεί επαρκέστερα η λειτουργία των αγορών η μελέτη της πραγματικής συμπεριφοράς των ατόμων κρίνεται αναγκαία και η αμφισβήτηση των υποθέσεων που μέχρι πρότινος βασιζόνταν σε μοντέλα στραμμένα στην αποτελεσματικότητα των αγορών πρέπει να εξεταστούν με βάση τους ψυχολογικούς και κοινωνικούς παράγοντες που επηρεάζουν τους επενδυτές.

Πρέπει να καταστεί σαφές ότι το πρόβλημα δεν έγκειται στις διαδικασίες με τις οποίες οι επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους αλλά στα ίδια τα άτομα και στον ψυχισμό τους. Σύμφωνα με τον G.Soros, το Κραχ του 2008 κλόνισε συθέμελα τον μέχρι τώρα τρόπο προσέγγισης και ερμηνείας των χρηματοοικονομικών αγορών και την Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών. Η οικονομική κρίση δεν οφείλεται σε κάποιον εξωγενή παράγοντα, αλλά δημιουργήθηκε από το ίδιο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Αυτό το γεγονός προκαλεί έντονο ενδιαφέρον και θέτει υπό αμφισβήτηση την υπόθεση ότι οι αγορές τείνουν προς την ισορροπία και ότι οι αποκλίσεις προκαλούνται μόνο από εξωγενείς παράγοντες.

Ο Friedman το 1953, ανέπτυξε την άποψη, κάτι που ενστερνίζονται πολλοί επικριτές της συμπεριφορικής, ότι οι ορθολογικοί επενδυτές θα αντιδράσουν γρήγορα όταν παρατηρηθούν ανωμαλίες στην αγορά και θα τις διορθώσουν. Ωστόσο, σε περιπτώσεις όπου υφίστανται έντονα ανοδικά φαινόμενα στην αγορά τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν από τα βασικά οικονομικά μεγέθη των εταιριών ή από λόγους πολιτικής, κοινωνικής ή οικονομικής διάστασης, παρατηρούνται στη συνέχεια έντονα καθοδικές τάσεις. Αυτό δεν μπορεί να

εξηγηθεί με βάση την ορθολογική συμπεριφορά, αλλά θα πρέπει να εμβαθύνουμε σε ψυχολογικά αίτια και να εξετάσουμε όλες τις πτυχές αυτής της συμπεριφοράς χρησιμοποιώντας τη βοήθεια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την ψυχολογία του επενδυτή είναι ο θόρυβος στις χρηματαγορές. Η ερμηνεία του θορύβου και η σημασία του στις χρηματαγορές δόθηκε από τον Fisser το 1986 στο ομώνυμο άρθρο “Noise”, όπου αναφέρει ότι ο θόρυβος αποτελεί τον παράγοντα που προκαλεί αλλαγή, παραποίηση ή παρερμηνεία ενός μηνύματος με αποτέλεσμα να εμποδίζεται η λήψη ορθολογικών αποφάσεων και να δημιουργούνται διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές τιμές. Ο θόρυβος αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην αγορά των μετοχών καθώς μπορεί να προκαλέσει έντονες διακυμάνσεις στην αγορά και μεταβλητότητα στις τιμές των μετοχών με αποτέλεσμα να ωθήσει έναν επενδυτή σε λανθασμένη αξιολόγηση των επενδυτικών του κινήσεων. Στην χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν δύο ομάδες επενδυτών, οι ορθολογικοί, οι οποίοι κρίνουν τα γεγονότα γύρω τους με τρόπο αντικειμενικό και αμερόληπτο, και η ομάδα των αμύητων επενδυτών (noisetradern) οι οποίοι χαρακτηρίζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση, λειτουργούν συχνά ως αγέλη και προκαλούν διαστρέβλωση των τιμών των μετοχών με αποτέλεσμα αυτές να αποκλίνουν σημαντικά από τις πραγματικές.

Οι επενδυτές σε όποια ομάδα και αν ανήκουν αντλούν πληροφορίες από τα στοιχεία των εταιρειών που δημοσιεύονται στον τύπο, την πορεία της εγχώριας και διεθνούς αγοράς, τα μέτρα και τις αποφάσεις που λαμβάνουν από τα θεσμικά όργανα των χρηματαγορών καθώς και από άλλα οικονομικά στοιχεία που θεωρούν σημαντικά για την επενδυτική τους κίνηση. Οι noisetradern βασίζονται όμως σε λανθασμένες πληροφορίες έχοντας την άποψη ότι είναι σωστές, με αποτέλεσμα οι αποφάσεις που λαμβάνουν να στηρίζονται στη διαρροή πληροφοριών και ως εκ τούτου το χαρτοφυλάκιο τους να ακολουθεί μια αναμφίβολα λανθασμένη πορεία. Οι DeLong et al. (1990) στο άρθρο “Noisetrader risk in financial markets” ορίζουν τους noisetradern ως μια ομάδα μικροεπενδυτών των οποίων η συμπεριφορά διακρίνεται από μη ορθολογικότητα όσον αφορά τις επενδυτικές τους κινήσεις και η συμμετοχή τους σε καθημερινές συναλλαγές εμφανίζει έντονες εναλλαγές.

Κλείνοντας, η ύπαρξη του θορύβου έχει σοβαρές επιπτώσεις στην ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς αποδεικνύει την αναποτελεσματικότητα της αγοράς,

διαστρεβλώνει τις αξιολογήσεις των επενδυτών και επιτρέπει την ύπαρξη ακραίων τάσεων στην αγορά

5.2 Εμπειρική διερεύνηση των διαφόρων θορύβων στην χρηματαγορά.

Η ψυχολογία των επενδυτών, η απεικόνιση των σκέψεων, των συναισθημάτων και ενεργειών τους στις αγορές και στο ελληνικό χρηματιστήριο αποτελεί μια χαρακτηριστική περίπτωση, όπου παρουσιάζονται τα μεροληπτικά τους σφάλματά, οι πεποιθήσεις τους και οι μη ορθολογικές τους αποφάσεις.

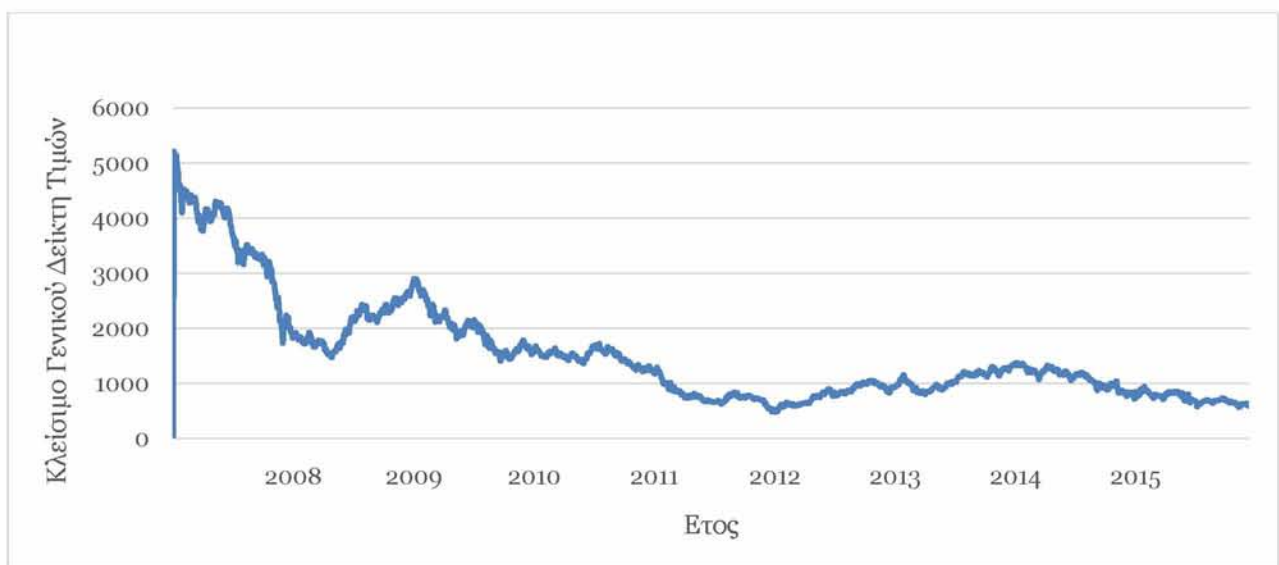
Σε αυτή την ενότητα θα αναλύσουμε περιπτώσεις θορύβου στην αγορά και πως αυτός επηρέασε την ψυχολογία του επενδυτικού κοινού με άμεση απεικόνιση των συναισθημάτων του στους χρηματιστηριακούς δείκτες.

5.2.1 Οικονομική κρίση και πολιτικές αποφάσεις.

Τα τελευταία οκτώ χρόνια η ελληνική πραγματικότητα έχει κατακλυστεί από αβεβαιότητα, φόβο και πανικό, συναισθήματα που αποτυπώνονται στους χρηματιστηριακούς δείκτες.

Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών για το χρονικό διάστημα 2008 έως 2016

Διάγραμμα 3: Διακύμανση Γενικού Δείκτη Τιμών Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών



(Ιδίας συγγραφώς Πηγή δεδομένων: <http://www.stockwatch.com.cy/>)

Όπως φαίνεται ο Γενικός Δείκτης Τιμών το 2008 βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα, σταδιακά με μια σειρά γεγονότων άρχισε να ακολουθεί έντονη καθοδική πορεία παρουσιάζοντας μεγάλες διακυμάνσεις. Οι πρόωρες εκλογές του Οκτωβρίου 2009, η υποβάθμιση της Ελλάδας τον Δεκέμβριο του 2009 από τους οίκους αξιολόγησης και η άνοδος του spread των δεκαετών ομολόγων, οδήγησαν στην απότομη πτώση του γενικού δείκτη τιμών. Είναι φανερό η ψυχολογία της αγέλης, αφού οι επενδυτές μέσα σε ένα κλίμα πανικού, προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις, ωθώντας έτσι τις τιμές σε ακόμαχαμηλότερα επίπεδα που καταδεικνύουν την επιφυλακτικότητα και τον φόβο που τους έχει καταβάλει. Οι επενδυτές διακατέχονται από συναισθήματα απογοήτευσης, πόνου και μετάνοιας, και παρασυρόμενοι από το ένστικτο της αγέλης προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις. Έτσι για τους παραπάνω λόγους την περίοδο αυτήν παρατηρείται αυξημένος όγκος συναλλαγών και ραγδαία πτώση της τιμής του γενικού δείκτη.

Μετά το 2008, η επενδυτική δραστηριότητα στη χώρα περιορίστηκε σε λίγες δεκάδες χιλιάδες επενδυτές, γεγονός που αποδεικνύει τα συναισθήματα φόβου, πανικού και μετάνοιας των επενδυτών, συναισθήματα που τους έθεσαν εκτός της χρηματιστηριακής δραστηριότητας.

Ωστόσο, οι συνεχείς υποβαθμίσεις της Ελλάδας και η προσφυγή της στον μηχανισμό στήριξης τον Απρίλιο του 2010, η αύξηση των spreads καθώς και η ψήφιση του μνημονίου από τη βουλή για τα μέτρα που θα ληφθούν, είχαν ως συνέπεια την κάθοδο του γενικού δείκτη, με αποκορύφωμα στις 5 Ιουνίου 2012, με την προκήρυξη των πρόωρων εκλογών ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου Αθηνών να κλείσει κάτω από τις 500 μονάδες.

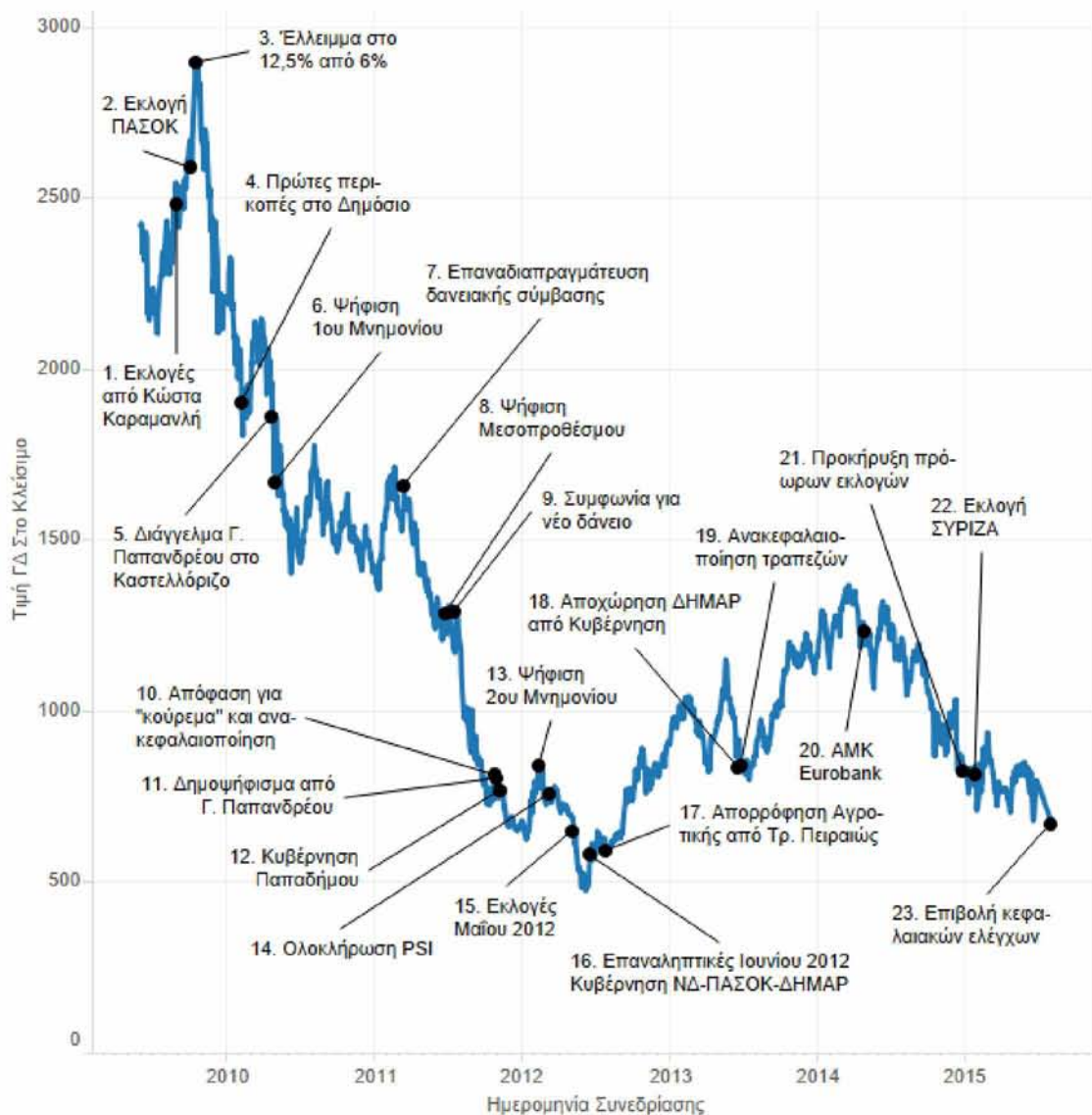
Συνεχίζοντας το αβέβαιο πολιτικό σκηνικό της χώρας να επηρεάζει τα συναισθήματα των επενδυτών, οι πολιτικές αποφάσεις, οι συνεχείς διαβουλεύσεις με τους ετέρους και οι φήμες για αποχώρηση της Ελλάδας από το Ευρώ που ολοένα και αυξανόντουσαν η πορεία του δείκτη ήταν αναμενόμενο να έχει την ίδια πτωτική τάση και χαμηλή τιμή.

Μετά την προκήρυξη των πρόωρων εκλογών του 2015 και την εκλογή του ΣΥΡΙΖΑ όπου οι φήμες για έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωπαϊκή Ένωση γίνονταν και πιο έντονες η επενδυτική δραστηριότητα στη χώρα σημείωνε έντονη πτωτική τάση, με σημαντικό σημείο αναφοράς την διακήρυξη του δημοψηφίσματος και τέλος την επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων τον Ιούνιο του 2015. Την πτωτική αυτή τάση ανέκοψε η αναστολή λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στις 26 Ιουνίου 2015 έως τις 3 Αύγουστου 2015.

Είναι επομένως φανερό ότι σε περιόδους αβεβαιότητας, πολιτικής αστάθειας και ακραίων οικονομικών καταστάσεων όπως είναι η περίοδος της σημερινής χρηματοπιστωτικής κρίσης, σε φάσεις ακραίων πτωτικών ή ανοδικών τάσεων της αγοράς, λόγω της μεγάλης σύγχυσης που επικρατεί, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών παραβλέπει τις προσωπικές του εκτιμήσεις, τη διαθέσιμη πληροφορία και ακολουθεί την τάση της μάζας της αγοράς προκαλώντας περιορισμό στη διαφοροποίηση και στη μείωση του κινδύνου για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών και παράλληλα ενισχύουν ένα ασταθές χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

Στο παρακάτω διάγραμμα εμφανίζονται τα σημαντικότερα πολιτικά γεγονότα που συνέβησαν και πως κινήθηκε ο Γενικός Δείκτης Τιμών.

Διάγραμμα 4: Σημαντικά πολιτικά γεγονότα και πορεία Γενικού Δείκτη Τιμών



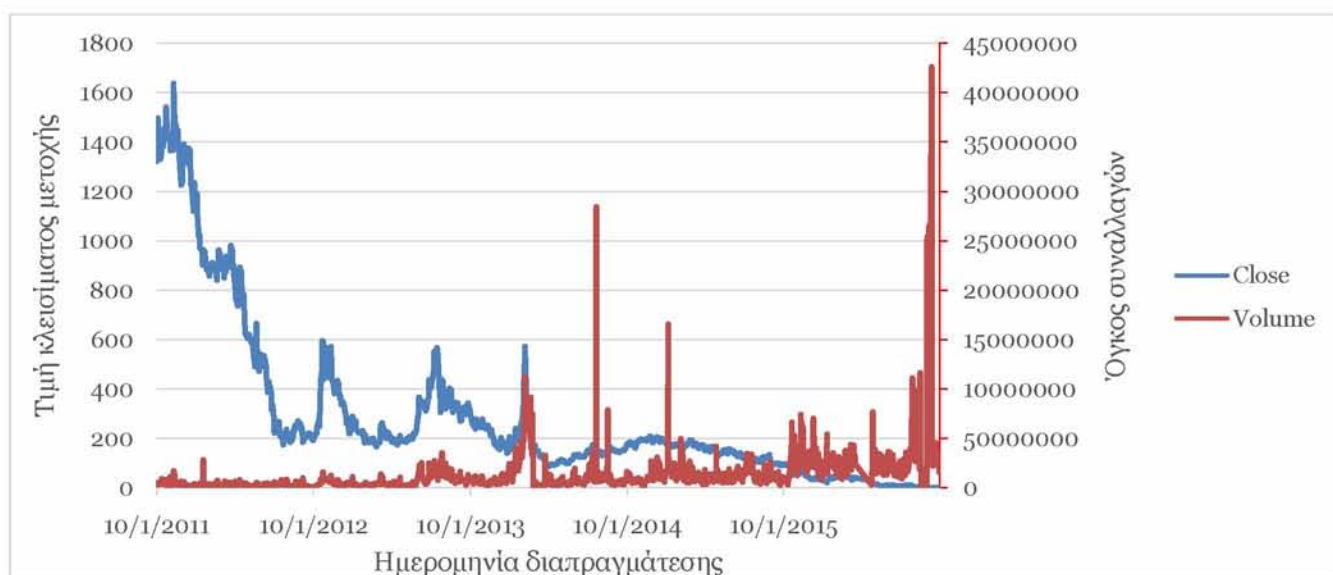
(Πηγή: Δημήτριος Πόγκα <http://www.fortunegreece.com/>)

5.2.2. Φήμες περί συγχωνεύσεων.

Το οικονομικό σκηνικό της χώρας που χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα, αστάθεια και έντονη μεταβλητότητα προκάλεσε στις αγορές σημαντικά προβλήματα. Αρκετές εταιρείες παρατήρησαν τον κύκλο εργασιών τους να μειώνεται με αποτέλεσμα να αδυνατούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Αυτό το γεγονός έφερε σαν αποτέλεσμα την συνένωση πολλών εταιριών, είτε μέσα από συγχωνεύσεις είτε από εξαγορές και την δημιουργία κοινών επιχειρήσεων ώστε να καταστούν πιο δυνατές στις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν στις αγορές.

Σε αυτό το σημείο θα παρατηρήσουμε την πορεία της Τράπεζας Πειραιώς η οποία έχει πραγματοποιήσει αρκετές συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο το διάστημα της κρίσης καθώς και πώς οι επενδυτές αντιμετώπισαν αυτές τις συνενώσεις βάση του όγκου συναλλαγών της Τράπεζας και τις τιμές της μετοχής.

Διάγραμμα 5: Τιμή κλεισίματος μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς και όγκος συναλλαγών



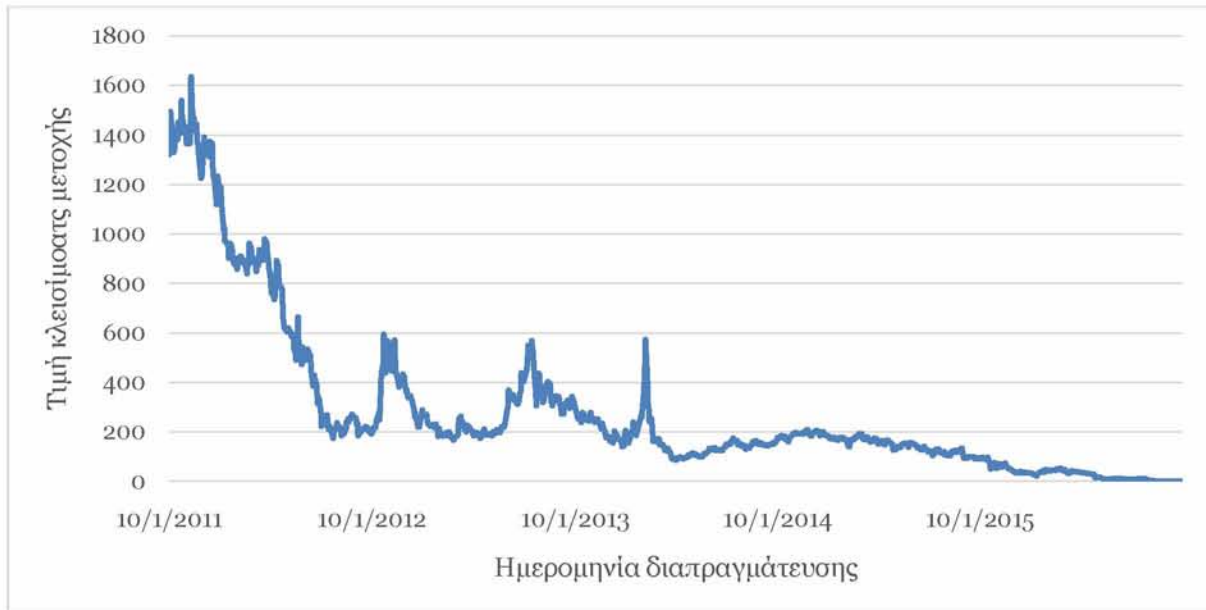
(Ιδίας συγγραφώς, Πηγή δεδομένων Ναυτεμπορική)

Η πτωτική τάση που ακολουθεί η τιμή της μετοχής σε σχέση με τον χαμηλό όγκο συναλλαγών της Τράπεζας Πειραιώς επιβεβαιώνει την ύπαρξη του φόβου, του πανικού και της διστακτικότητας των επενδυτών να διακρατήσουν μετοχικούς τραπεζικούς τίτλους. Η συνεχής υποβάθμιση των τραπεζικών ιδρυμάτων από τους διεθνείς οίκους, η πιστοληπτική αδυναμία των τραπεζών και η έλλειψη ρευστότητας αποτέλεσαν σημαντικούς παράγοντες για την αποστροφή των επενδυτών προς τους τραπεζικούς τίτλους.

Σε αυτό το σημείο θα ήταν χρήσιμο να αναλύσουμε ορισμένα σημαντικά γεγονότα στα οποία η Τράπεζα Πειραιώς συμμετείχε και πώς η τιμή της μετοχής διαμορφώθηκε σύμφωνα με την ψυχολογική διάθεση του επενδυτικού κοινού.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η τιμή της μετοχής για το χρονικό διάστημα 2011 έως 2016.

Διάγραμμα 6: Διακύμανση τιμής μετοχής Τράπεζας Πειραιώς



(Ιδίας συγγραφώς, Πηγή δεδομένων Ναυτεμπορική)

Η Τράπεζα Πειραιώς τα τελευταία χρόνια έχει λάβει θετική θέση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το γεγονός αυτό είναι εμφανές και στην τιμή της μετοχής της εν λόγω τράπεζας.

Στα μέσα του 2012 ανακοινώθηκε η πρόθεση της Πειραιώς να απορροφήσει το υγιές κομμάτι της Αγροτικής τράπεζας. Το χρονικό διάστημα από την ανακοίνωση της συμφωνίας μέχρι και τις 27 Ιουλίου 2012 όπου και ολοκληρώθηκε η συμφωνία παρουσιάζοντας μια μικρή μείωση της απόδοσης της μετοχής που αναδεικνύει την αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών ρευστοποιώντας μαζικά ποσοστό των μετοχών τους ώστε να μειώσουν την τιμή της μετοχής. Μετά την συμφωνία και την εξαγορά του υγιές τμήματος της Αγροτικής Τράπεζας η τιμή της μετοχής παρουσιάζει ανοδική τάση με αύξηση της μετοχικής απόδοσης περίπου στο +3,00%.

Ανάλογες συμπεριφορές εμφανίστηκαν τον Απρίλιο του 2013 με την απόκτηση της MillenniumBank και της εξαγοράς τραπεζικών ιδρυμάτων τόσο στα Βαλκάνια όσο και στην Αίγυπτο όπου η απόδοση ανήλθε στο 12,09%.

Είναι λοιπόν εμφανής η ύπαρξη των μικροεπενδυτών που επηρεάζονται από τις φήμες και τις ανακοινώσεις περί συγχωνεύσεων των εταιριών. Πριν την υλοποίηση της συμφωνίας αισθάνονται επιφυλακτικοί για την μετέπειτα πορεία της μετοχής και ρευστοποιούν τους τίτλους που κατέχουν και έπειτα επαναγοράζουν τους τίτλους προκαλώντας σημαντικές διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής.

Αξιοσημείωτη είναι η πορεία της Τράπεζας Κύπρου όπου φήμες ήθελαν την εξαγορά της από την Τράπεζα Πειραιώς. Όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, η πορεία της μετοχής της Τράπεζας Κύπρου τα τελευταία χρόνια παρουσίασε έντονη πτωτική τάση από το 2011 και έπειτα η τιμή της μετοχής κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Παρότι που η Τράπεζα Κύπρου, παίζει σημαντικό ρόλο στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου διότι θεωρείται ως ο πιο ασφαλής χρηματοπιστωτικός οργανισμός, δεχόταν έντονες πιέσεις, οι οποίες επηρέασαν τις επόμενες κινήσεις της τράπεζας σχετικά με την αύξηση κεφαλαίου. Για αυτό το λόγο, η τότε νέα υποχώρηση της μετοχής, η οποία έκλεισε στο εντυπωσιακά χαμηλό επίπεδο προκάλεσε αίσθηση πανικού και υστερίας στην αγορά, με αποτέλεσμα ο όγκος συναλλαγών της μετοχής της Τράπεζας Κύπρου να παραμένει σχετικά χαμηλός.

Διάγραμμα 7: Διακύμανση τιμής μετοχής Τράπεζας Κύπρου



(Ιδίας συγγραφέως, Πηγή δεδομένων: <http://www.stockwatch.com/cy>)

Η τιμή της μετοχής παρουσιάζει στασιμότητα με αμελητέες θετικές διακυμάνσεις που εμφανίζονται μετά την εξαγορά της από τον όμιλο Πειραιώς. Και σε αυτή την περίπτωση η

απεικόνιση της ψυχολογίας των επενδυτών και η αποστροφή τους προς την ζημία είναι εμφανέστατη.

5.2.3 Σκάνδαλα και επενδυτική ψυχολογία.

Ένα από τα μεγαλύτερα και το πιο πρόσφατο οικονομικό σκάνδαλο είναι αυτό της γερμανικής αυτοκινητοβιομηχανίας Volkswagen.

Το εν λόγω σκάνδαλο κλόνησε τη γερμανική οικονομία θέτοντας σε δυσμενή θέση τόσο την πορεία της εταιρείας όσο και το σύνολο της γερμανική οικονομίας σύμφωνα με τους αναλυτές.

Στο παρακάτω διάγραμμα διαγράφεται η ξαφνική και απότομη πτώση της τιμής της μετοχής της Volkswagen.

Διάγραμμα8: Διακύμηση τιμής μετοχής Volkswagen



(Ιδίας συγγραφέως, Πηγή δεδομένων <http://www.investing.com>)

Η γνωστοποίηση του γεγονότος στις 16 Σεπτεμβρίου 2015, προκάλεσε την κοινή γνώμη, η απάτη στην οποία πρωταγωνιστεί η εν λόγω εταιρεία την κατέστησε αφερέγγυα στα μάτια των επενδυτών. Έτσι αποτέλεσμα αυτού ήταν να ρευστοποιήσουν μαζικά τις μετοχές τους οι επενδυτές καταρकुλώντας την τιμή της μετοχής σε επίπεδα τόσο χαμηλά που δεν είχαν ξαναεμφανιστεί στο ιστορικό της.

Ο φόβος, ο πανικός και το αίσθημα της απώλειας εμπιστοσύνης προκάλεσαν την πλειοψηφία του επενδυτικού κοινού να αισθανθεί αποστροφή απέναντι στην συγκεκριμένη επένδυση. Ο φόβος ότι θα απολέσει τα χρήματα του από την πτώση της τιμής της μετοχής προκάλεσε τους επενδυτές να αποσύρουν τα κεφάλαια τους από αυτή την επένδυση. Η συμπεριφορά της αγέλης και σε αυτή την περίπτωση είναι ορατή, οι επιπτώσεις της οποίας καταλήγοντας όπως φαίνεται είναι ιδιαίτερης σημασίας και χρήζουν περαιτέρω μελέτης.

5.2.4 Τρομοκρατικές επιθέσεις και αγορές.

Οι τιμές των χρηματιστηριακών αξιών, αντανakλούν τις ελπίδες και τους φόβους, τα συναισθήματα και τις σκέψεις των επενδυτών για το μέλλον, και αποτυπώνονται στις προτιμήσεις και στις επιλογές τους. Αν η ανασφάλεια αυξηθεί, ο φόβος για την λάθος επιλογή με αποτέλεσμα την απώλεια χρημάτων θα οδηγήσει τους επενδυτές να εγκαταλείψουν την αγορά.

Οι συχνές τρομοκρατικές επιθέσεις που λαμβάνουν χώρα στον παγκόσμιο χάρτη τα τελευταία χρόνια, ο γεωπολιτικός αναβρασμός και ο κίνδυνος που απορρέει από την τρομοκρατία για κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας είναι σημαντικός παράγοντας δημιουργίας ενός κλίματος πανικού, φόβου και έλλειψης εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τις αγορές.

Όπως θα αναφέρουμε και στην συνέχεια μέσα από παραδείγματα τρομοκρατικών επιθέσεων, οι αγορές παρουσιάζουν μετά από την επίθεση πτωτική τάση, λόγω του φόβου που κυριαρχεί στην ψυχολογία των επενδυτών, που όμως γρήγορα επανέρχεται.

ο Επίθεση στην Νέα Υόρκη 2011

Στις 11 Σεπτεμβρίου του 2011 στην Νέα Υόρκη σημειώθηκε πολύνεκρη τρομοκρατική επίθεση, πρωτόγνωρη για τα Αμερικανικά δεδομένα. Το χτύπημα κλόνισε την ιστορία της Αμερικής μετρώντας εκατοντάδες θύματα. Η έως τότε ισχυρή αγορά δέχτηκε σημαντικό πλήγμα θέτοντας την εκτός διαπραγματεύσεων για μερικές ημέρες.

Στο κάτωθι διάγραμμα παρουσιάζεται η πορεία του δείκτη Dow Jones μετά την τρομοκρατική επίθεση.

Διάγραμμα 9: Διακύμανση τιμής κλεισίματος δείκτη Dow Jones



(Ίδιας συγγραφέως, Πηγή δεδομένων: <http://www.automationinformation.com>)

Όταν ξεκίνησε και πάλι η διαπραγμάτευση των μετοχών στην Wall Street, την 17η Σεπτεμβρίου ο δείκτης υποχώρησε στις 8920,7 μονάδες ενώ ο δείκτης S&P 500 πραγματοποίησε την μεγαλύτερη πτώση του από το κραχ του 1987. Για να φτάσει ξανά στο επίπεδο που ήταν πέρασαν λίγες εβδομάδες.

Η ψυχολογική αναταραχή, ο φόβος και η θλίψη που προκάλεσε το γεγονός της επίθεσης αποτυπώθηκε στην οικονομία της Αμερικής και η πτώση του δείκτη χαρακτηρίστηκε από την ανασφάλεια των επενδυτών.

Ανάλογες συμπεριφορές παρουσίασαν οι χρηματιστηριακοί δείκτες πολλών χωρών. Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται οι τιμές κλεισίματος μερικών χρηματιστηριακών δεικτών μετά την τρομοκρατική επίθεση.

Πίνακας 2: Τιμές κλεισίματος χρηματιστηριακών δεικτών την 11^η Σεπτεμβρίου 2001

| Δείκτης | Κλείσιμο δείκτη |
|---------------------------|-----------------|
| FTSE 100 | -3.53% |
| DAX | -6.09% |
| CAC 40 | -6.09% |
| BEL 20 | -4.53% |
| EURO TOP 300 | -4.5% |
| S&P 500 | -12% |
| DOW JONES EUROPE STOXX 50 | -3.95% |

Το δολάριο υποχωρεί στα 91,05 σεντς/ευρώ έναντι 89,78 που ήταν πριν την επίθεση και παράλληλα η τιμή του πετρελαίου και του χρυσού εκτοξεύτηκαν.

- **Τρομοκρατική επίθεση στο Παρίσι Νοέμβριος 2015.**

Στις 13 Νοεμβρίου του 2015 οργανωμένη πολλαπλή τρομοκρατική επίθεση έπληξε την Γαλλική πρωτεύουσα, μετρώντας αρκετά θύματα.

Επακόλουθο της τρομοκρατικής επίθεσης ήταν να κλονιστεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών και η πρόθεση τους να λάβουν αποφάσεις και να επενδύσουν την στιγμή που ο απόηχος του τρομοκρατικού χτυπήματος δεν είχε περάσει ενώ ο κίνδυνος για νέες επιθέσεις ήταν έντονος. Ο αντίκτυπος της επίθεσης στη δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία της Ευρωζώνης δεν ήταν σημαντικός στο σύνολο της οικονομίας και ο βαθμός εμπιστοσύνης των επενδυτών δεν άργησε να επανέλθει.

Ωστόσο, το τρομοκρατικό χτύπημα σημείωσε πτώση στις τιμές σε παγκόσμιο επίπεδο οι οποίες γρήγορα ανέκαμψαν.

Σημαντικό ήταν το κόστος που προκλήθηκε στις μετοχές εταιριών που δραστηριοποιούνται στο κλάδο του τουρισμού καθώς η επίθεση έγινε την εορταστική περίοδο των Χριστουγέννων. Ο κλάδος, δέχεται το ισχυρότερο πλήγμα, με τις μετοχές αεροπορικών εταιρειών και ξενοδοχείων να παρουσιάζουν κάθετη πτώση. Αντίθετα ανοδικά κινούνται το πετρέλαιο και τις εταιρείες όπλων. Η έντονη αβεβαιότητα, που πυροδοτούν οι γεωπολιτικές εξελίξεις, στρέφει τους επενδυτές σε ασφαλείς επιλογές όπως τα κρατικά ομόλογα και ο χρυσός.

Το παρακάτω αναπαριστάτε η πορεία του δείκτη CAC40 καθώς και η πορεία εταιριών του κλάδου.

Διάγραμμα 10: Διακύμανση τιμής δείκτη CAC 40



(Ιδίας συγγραφέως, Πηγή δεδομένων, Ναυτεμπορική)

Όπως παρατηρούμε η διακύμανση του δείκτη δεν παρουσιάζει ιδιαίτερη μεταβλητότητα μετά την επίθεση. Ο λόγος της αμελητέας πτώσης της τάξεως του 0,8% οφείλεται στην διολίσθηση κατά 5,8% της AccorHotels AC.

Πτωτική πορεία εμφάνισαν οι τιμές μετοχών των αεροπορικών εταιριών, για τις οποίες η απειλή ενός τρομοκρατικού χτυπήματος είναι πολύ έντονη.

Διάγραμμα 11: Διακύμανση τιμής μετοχής AirFranceKLMSA



(Ιδίας συγγραφέως, Πηγή δεδομένων <http://gr.investing.com>)

Η πτώση της τιμής της μετοχής και ο περιορισμός στον όγκο συναλλαγών που εμφανίστηκαν μετά από την τρομοκρατική επίθεση της 13^{ης} Νοεμβρίου έφεραν την εταιρία σε δυσμενή θέση όπου σύμφωνα με αναλυτές αναφέρεται ζημία της τάξεως του 6,11% και σε 50 εκατομμύρια ευρώ.

Σύμφωνα με τα οικονομικά στοιχεία και την ανάλυση των μετοχών άλλων εταιριών του εν λόγω κλάδου τα αποτελέσματα είναι παρόμοια.

Επομένως, η επενδυτική αλλά και η καταναλωτική ψυχολογία και σε αυτή την περίπτωση δρά καταλυτικά στο καθορισμό των τιμών. Οι παράγοντες που επηρεάζουν αρνητικά την επενδυτική συμπεριφορά, με αποτέλεσμα να παρουσιάζουν αποστροφή προς κάθε είδους επένδυση που θα τους αποφέρει ζημία σε συνδυασμό με το αίσθημα της ανασφάλειας, του φόβου και της αποστροφής μετάνοιας κατευθύνουν τους επενδυτές σε μαζικές ρευστοποιήσεις τίτλων με αποτέλεσμα έντονη μεταβλητότητα των τιμών.

5.3 Συμπεράσματαεμπειρικήςέρευνας

Οι φήμες μεταφέρουν με ταχύτατους ρυθμούς πληροφορίες που είναι είτε επιβεβαιωμένες είτε όχι και ασκούν σημαντική επιρροή στον ψυχισμό των επενδυτών. Η διαδικασία λήψης αποφάσεων σε κάθε περίπτωση απαιτεί πολυδιάστατη ανάλυση τόσο των ευκαιριών της αγοράς όσο και των κινδύνων που διατρέχουν οι επενδυτές, επομένως, οι φήμες αντανακλούν στις τιμές των χρηματιστηριακών αξιών μέσα από τις επενδυτικές αποφάσεις οι οποίες απορρέουν από τον συνδυασμό των συναισθημάτων και των σκέψεων των επενδυτών. Με άλλα λόγια μια φήμη ή ένα γεγονός μπορεί να κατακλύσει την αγορά με αισθήματα όπως αυτά του φόβου ή της αισιοδοξίας, και να μεταβάλει τις τιμές αναλόγως. Παρατηρούνται σε πολλές κρίσιμες καταστάσεις, όπως αυτές που αναλύσαμε πιο πάνω, ότι η ανασφάλεια των επενδυτών και ο φόβος που επικρατεί ωθεί τους επενδυτές σε μαζικές ρευστοποιήσεις και σε επιλογές χωρίς ιδιαίτερο κίνδυνο. Αποτέλεσμα όλων όσων προείπαμε είναι η εμφάνιση ανωμαλιών στην αγορά και συμπεριφορών που δύσκολα εξηγούνται λόγω της πολυπλοκότητας που παρουσιάζουν τα γνωστικά και ψυχολογικά σφάλματα των επενδυτών.

Η συμπεριφορά της αγέλης αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα συμπεριφορικά σφάλματα των επενδυτών το οποίο παρατηρείται όταν επικρατούν ακραίες οικονομικές καταστάσεις στην αγορά. Η μελέτη αυτού του φαινομένου έχει κερδίσει το ενδιαφέρον αρκετών ερευνητών καθώς οι επιπτώσεις του μπορεί να προκαλέσουν ανεπανόρθωτες ζημίες στην πορεία των χρηματαγορών. Πιο συγκεκριμένα, οι συσχετισμένες και μιμούμενες συναλλαγές των επενδυτών θέτουν σε κίνδυνο την λειτουργία των αγορών, και την σταθερότητα τους.

Το αγελαίο ένστικτο των επενδυτών έρχεται στο προσκήνιο σε περιόδους έντονης μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών κι αβεβαιότητας για τις πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους, όπου αναζητούν ασφάλεια, την οποία τελικά βρίσκουν κατά την ένταξή τους σε μια ομάδα με κοινές πεποιθήσεις κι απόψεις.

Και στα τέσσερα παραδείγματα περιπτώσεων αγελαίας συμπεριφοράς που παρουσιάσαμε στο κεφάλαιο αυτό καταλήγουμε στο ίδιο σημαντικό συμπέρασμα.

Η τάση του συνόλου των επενδυτών σε περιόδους ακραίων οικονομικών καταστάσεων να παρασύρονται από την αβεβαιότητα που τους διακατέχει, το φόβο και την αποστροφή τους προς την οικονομική ζημία, τους καθιστά ευάλωτους απέναντι στις αγορές με αποτέλεσμα να ακολουθούν μαζικά την ίδια στάση, που πολλές φορές χαρακτηρίζεται λανθασμένη λόγω της μη ορθολογικής αξιολόγησης της επενδυτικής τους απόφασης με τελικό αποτέλεσμα να δημιουργούν έντονες διακυμάνσεις και ανεξήγητες μεταβολές στην αγορά.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ένας ραγδαία εξελισσόμενος κλάδος της χρηματοοικονομικής ήρθε να ανατρέψει όλα όσα θεωρούσαμε δεδομένα για την λειτουργία των χρηματαγορών και να παράσχει εξηγήσεις σε ανωμαλίες που εμφανίζονται στα διεθνή χρηματιστήρια.

Αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα της χρηματοοικονομικής, καθώς περιλαμβάνει παράγοντες που μέχρι πρότινος δεν λαμβάνονταν υπόψη από τα κλασικά υποδείγματα της χρηματοοικονομικής θεωρίας. Λαμβάνοντας υπόψη όλα όσα έχουν αναφερθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία θα μπορούσαμε να περιγράψουμε τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως ένα επιστημονικό πεδίο στο οποίο συμπλέκονται η κλασική οικονομική θεωρία, η χρηματοοικονομική και η ψυχολογία. Στο πλαίσιο αυτού του νέου κλάδου δίνεται έμφαση στην ερμηνεία και εξήγηση των ανωμαλιών που παρατηρούνται στις χρηματαγορές και πως αυτές σχετίζονται με τις αποφάσεις των επενδυτών.

Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση, απέδειξε την σημαντικότητα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής όσο ποτέ άλλοτε αφού οι ακραίες οικονομικές καταστάσεις ώθησαν την αγορά σε ανεξήγητες διακυμάνσεις. Μέσω της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής επιχειρούνται να εξηγηθούν οι ανωμαλίες που παρουσιάζονται μέσω των φαινομένων της αποστροφής ζημιών, της αποστροφής μετάνοιας αλλά και της προσκόλλησης - αγκίστρωσης. Η αναζήτηση υψηλών αποδόσεων, σε τίτλους χωρίς ιδιαίτερο κίνδυνο που απορρέουν από το φόβο και την κακή ποιότητα πληροφόρησης των επενδυτών προωθούν μια αγελαία συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά, αυξάνοντας έτσι την δημιουργία λανθασμένων επενδυτικών επιλογών.

Έτσι καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ψυχολογική διάθεση του επενδυτή κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όταν στην αγορά επικρατούν ακραίες οικονομικές καταστάσεις, θεωρείται από τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως ο καταλυτικός παράγοντας για την κατανόηση όσων συμμετέχουν στις αγορές και των σφαλμάτων που σημειώνονται από το σύνολο των επενδυτών. Επομένως, είναι γενικά αποδεκτό ότι οι ιδιαιτερότητες της προσωπικότητας του κάθε επενδυτή καθώς και τα γνωστικά σφάλματα που παρουσιάζει συντελούν σημαντικό και καθοριστικό παράγοντα στη διαμόρφωση των τιμών.

Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί έναν πολυδιάστατο κλάδο, προσφέροντας εξηγήσεις για πολλά φαινόμενα που απασχολούν την ακαδημαϊκή κοινότητα, τους επενδυτές, αλλά και τους θεσμικούς παράγοντες. Είναι μία σημαντική και ενδιαφέρουσα προσέγγιση ώστε να καταστούν σαφείς οι λόγοι που οδηγούν στην ύπαρξη ανεξήγητων φαινομένων όπως η υπερβολική μεταβλητότητα στις τιμές του χρηματιστηρίου ή συμπεριφορές όπως αυτή της αγέλης, θέματα τα οποία θα απασχολήσουν αρκετά τον ακαδημαϊκό κόσμο για περαιτέρω έρευνα.

Ωστόσο, ο δρόμος που έχει διανύσει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι πολύ σύντομος. Η έλλειψη ενός ευρέως αποδεκτού θεωρητικού πλαισίου, το οποίο να είναι εύκολα εφαρμόσιμο σε όλες τις προς μελέτη περιπτώσεις, κάνει τους οικονομολόγους να αντιμετωπίζουν τον κλάδο με επιφύλαξη.

Κατά τη γνώμη μου, αποτελεί ένα αρκετά ενδιαφέρον πεδίο, με πολλές εφαρμογές καθώς και έναν ταχέως εξελισσόμενο κλάδο, ο οποίος στις επόμενες δεκαετίες θα αποτελέσει το επίκεντρο του ακαδημαϊκού ενδιαφέροντος, κερδίζοντας όλο και περισσότερους υποστηρικτές.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Akerlof, A. G. and Shiller, J. R. (2009) “Animal Spirits”, Princeton University Press, pp.41-
- Allport G. W. and Postman, L. (1947) “The psychology of rumor”, New York: Henry Holt, pp.247
- Alpert, M.,Raiffa, H. (1982): “A progress report on the training of probability assessors” in Tverky A. (ed.), Judgement under uncertainty: heuristics and biases, Cambridge University Press, New York, pp. 294-305.
- Ariel, R. (1987), “A monthly effect on stock returns”, Journal of Financial Economics, No18, pp. 161-174.
- Ariel, R., (1990): “High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes”. Journal of Finance, 45, 1611-1626.
- Arsad, Z. and Coutts, J. A. (1997): “Security price anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year perspective” Applied Financial Economics, 7, pp. 455-464
- Bacon, F.(1960): “The new organon and related writings”. New York: Liberal Arts Press, 1960. (Originally published, 1620.)
- Baker H. Powell G., Veit T., (2002): “Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?”, Journal Review of Financial Economics, Volume 11, Issue 4, 241–261Pages
- Baltussen, G. (2009), “Behavioral Finance: An introduction”, Working Paper Series.
- Banerjee, A.V. (1993): The economics of rumors, Review of Economic Studies
- Banz, R.W. (1981), “The relationship between return and market value of common stocks, Journal of Financial economics, vol. 9, pp. 3-18.
- Barberis, N. and Thaler, R. (2003), “A survey of behavioral finance”, in Handbook of Economics of finance, vol.1 part2, pp.1053-1128.
- Barberis, N., Huang, M. and Santos, T. (2001), “Prospect theory and asset prices”, National Bureau of Economic Research, vol.141, pp.1-53.
- Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998), “A model of investor sentiment”, Journal of Financial Economics, vol.49, pp.307-343.

Bell, D. (1982), "Regret in Decision Making under uncertainty", *Operations Research*, vol.30, pp. 961-981.

Benartzi S., Thaler R., (1993): "Myopic loss aversion and the Equity premium puzzle", National Bureau of Economic Research, Working paper series, No 4369

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. and Welsch, I. (1992) "A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades", *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No5, pp.992-1026

Branch, B. (1978), "A Tax Loss Trading Rule", *Journal of Business*, vol.50, pp. 198-207.

Buehler R., Griffin D., Ross M.,(1994): "Exploring the Planning fallacy: Why people underestimate their task completion times" *Journal of Personality and psychology* 67, 366-381social

Camerer, C. (1989): "Bubbles and fads in asset prices", *Journal of Economic Surveys*, vol.3:1, pp. 3-41.

Campbell Y., Schiller J. R, (1988): "Stock prices, Earnings, and Expected Dividends", *The Journal of Finance*, Vol.43, No. 3

Cristofis, N., Kollias, C., Papadamou, S., Stagiannis, A., (2013), "Istanbul stock Market's reaction to terrorist attacks", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14 (2) pp.153-164

De Bondt, F. M., Thaler, H.R. and Werner, G. (1995) "Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective", R. Jarrow et al., Eds., *Handbooks in OR & MS*, Chapter 13, Vol. 9, pp. 385-410

DeBondt, W. F. M., and Thaler, R. H. (1985): "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40, 793-808.

De Long, J. B., Bradford, J., and Summers, A. (1990) "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No4, pp.703-738

De long, J.B., Shleifer A., Summers L. and Waldmann R. (1990a), "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy* 98:703-738

De Long, J.B., Shleifer, A., Summers L. and Waldman, R. (1991), "The survival of Noise Traders in Financial Markets", *Journal of Business*, vol.64, pp.1-20.

- DeLong J.B Shleifer , Summers A.Waldmann L. (1987): “Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy* ,95, pp 1062-1088
- DiFonzo, N., and P. Bordia (1997): Rumor and prediction: Making sense (but losing dollars) in the stock market: *Organizational Behavior and Human Decision Processes*
- DiFonzo, N., and P. Bordia (2002): Rumors and stable-cause attribution in prediction and behavior, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*
- Dockery, E., Kavussanos, M. G. (1996): “Testing the Efficient Market Hypothesis Using Panel Data, with Application to Athens Stock Market”. *Applied Economic Letters*, 3, 121-123
- Economou, F., Kostakis, A., and Filippas, N. (2011) “Cross-country effects in herding behavior: Evidence from four South-European markets”, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 21, pp. 443-460
- Fama, E.F. (1965), “The behavior of the stock market prices”, *Journal of Business*, vol.38, pp.34-105.
- Fama, E.F. (1970), “Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, vol.25, pp. 383-417.
- Fama, F.E. (1998) “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.59, pp.283-306
- Fischer, L. and Statman, M. (2002) “Bubble expectations”, *Journal of Wealth Management*, pp.17-22
- Fisher, L. and Statman, M. (2000), “Investor Sentiment and Stock Returns”, *Financial Analysts Journal*, vol.56:2, pp.16-23.
- Friedman, M. (1953) “Essays in Positive Economics – The case for flexible exchange rates”, Chicago: University of Chicago Press, pp.157-203
- Fuller, J. R. (1998) “Behavioral Finance and the sources of alpha”, *Journal of Pension Plan Investing*, Vol. 2, No3, pp.1-21
- Gervais, S. and Odean, T. (2001): “Learning to be overconfident”, *Review of Financial Studies*, vol.14, pp.1-27.

- Gibbons M., Hess P., (1981): “Day of the week effects and Asset Returns”, *Journal of Business*, 54(4), 579-596.
- Glaser, M., Noth, M. and Weber, M. (2003), “Behavioral Finance”, *Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*.
- Gordon, L. C. (2011) “Myopia and the global financial crisis: Context – specific reasoning, market structure, and institutional governance”, *Dialogues in Human Geography*, Vol. 1, No1, pp.4-25
- Griffin, j, and Karolyi, G.A. (1998): “Another Look at the Role of the Industrial Structure of markets for International Diversification Strategies”, *Journal of Economics*, vol.50, pp.351-373.
- Caporale, G. M., Economou, F., Philippas, N. (2008), “Herding behaviour in extreme market conditions: the case of the Athens Stock Exchange”, *Economics Bulletin*
- Gultekin, M. and Gultekin, B. (1987), “Stock Return Anomalies and Tests of the APT”, *Journal of Finance*, vol.42, pp.1213-1224.
- Haugen, R., Jorion, P., (1996): “The January effect: still there after all these years”. *Financial Analysts Journal* January–February, 27–31.
- Health C. and Tversky A. (1991) “Preference and belief: ambiguity and competence in choice under uncertainty”, *Journal of Risk and Uncertainty* 4:5-28
- Hirshleifer D., Teoh S., (2003): “Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis”, *European Financial Management*, Vol. 9, No. 1, 25–66
- Hirshleifer, D. and Shumway, T. (2003), “Good Day Sunshine: Stock Returns and the weather”, *Journal of Finance*, vol.58, pp.1009-1032.
- Jo, H. and Kim, M.D. (2008), “Recent development of behavioral finance”, *International Journal of Business research*.
- Kahneman D., Tversky A. (1979): “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-292
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1981) “The framing of decisions and the psychology of choice”, *Science, New Series*, Vol. 211, pp.453-458

Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. (1982), "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", New York: Cambridge University Press.

Kim Chan-Wung, Park Jinwoo (1994), "Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 1, pp. 145-157

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

Lakonishok, J. and Levi, M. (1982), "Weekend Effects on stock returns: A note", *Journal of Finance*, vol.37, pp. 883-889.

Lee, Charles M. C., Shleifer, A. and Thaler, R. H., (1990), "Anomalies: Closed-end mutual funds", *Journal of Economic Perspectives* 4, 153-164

LeRoy S., Porter R., (1981): "The Present Value Relation: Tests Based on Variance Bounds." *Econometrica* 49, pp. 555-574.

Lord C., Ross L., Lepper M., (1979): "Biased Assimilation and Attitude Polarization: The effect of Prior theories on subsequently considered evidence", *Journal of personality and social psychology* 37, 2098-2109

Mahajan, J. (1992), "The overconfidence effect in marketing management predictions", *Journal of marketing Research*, vol.29, pp.329-342.

Mangot M., (2007): *50 Psychological Experiments for Investors*, Dunod Paris

Mehra, Rajnish, Edward C. Prescott (1985): "The Equity Premium: A Puzzle". *Journal of Monetary Economics* 15 (2): 145-161.

Menue, Vicente, Angel., (2004): "Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour", *Journal of Empirical Finance*, Volume 11, Issue 2, March 2004, Pages 231-246.

Akhtari, M., (2011), "Reassessment of the Weather Effect: Stock Prices and Wall Street Weather", *Undergraduate Economic Review*, Volume 7 | Issue 1 Article 19.

Modigliani, F. and Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economy Review*, vol.48, pp.261-297.

- Mussweiler, T. and Schneller, K. (2003), "What comes up must come down"-How charts influence decisions to buy and sell stocks", *The Journal of Behavioral Finance* vol.4:3, pp.121-130.
- Muth, J. (1961), "Rational expectations and the theory of price movements", *Econometrica*, 29, pp.315-335.
- Newell, A., Simon, H. A., (1972) "Human problem solving". Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Niarchos, N., Alexakis C., (1998), "Stock market prices, causality and efficiency: evidence for the Athens Stock Exchange". *Applied Financial Economics*, vol.8, 167-174
- Olsen R., (1998), "Behavioral Finance and Its Implications for Stock Price Volatility", *Financial Analysts Journal*, 52(4): 10-18
- Paudel, J. and Laux, J. (2010), "A Behavioral approach to stock pricing", Colorado College Working Paper.
- Pompian, M. (2006), "Behavioral finance and wealth management- How to build optimal portfolios that account for investor biases", John Wiley & sons, INC.
- Poterba, J., Summers L., (1988): "Mean reversion in stock prices: Evidence and implications", *Journal of Financial Economics* 22, 27-59.
- Pound, J. and Zeckhauser, R. (1990), "Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices", *Journal of Business*, vol.63:3, pp.292-308.
- Rabin, M. (2000), "Inference by believers in the Law of Small Numbers", Forthcoming, *Quarterly Journal of Economics*, Electronic Copy available at: <http://elsa.berkeley.edu/~rabin/lbn.pdf>
- Rabin, M. and Thaler, R.H. (2001), "Anomalies: Risk Aversion", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.1, pp. 219-232.
- Reinganum, M.R. (1983), "The anomalous stock market behavior of small firms in January", *Journal of Financial Economics*, vol.12, pp.89-104.
- Ricciardi, V. and Simon, K. H. (2000), "What is Behavioral Finance?", *Business Education and Technology Journal*, Vol. 2, No1, pp.1-9

- Ritter, R.J. (2002), "Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.11:4, pp.429-437.
- Rizzi, J.V. (2008), "Behavioral Basis of the Financial crisis", *Journal of Applied Finance*, vol.18:2, pp.84-96.
- Shiller, R., (2005), "Behavioral Economics and Institutional Innovation," Cowles Foundation Discussion Papers 1499, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- Roll, R., (1983), "The Turn-of-the-Year Effect and the Return Premia of Small Firms", *Journal of Portfolio Management*, 9, 18-28.
- Rosnow, R. L., Yost, J. H. and Eposito, J. L. (1986), "Belief in rumor and likelihood of rumor transmission", *Language and Communication*, pp. 189-194
- Rozeff, M.S. and Kinney, W.R. (1976), "Capital Market Seasonality: The case of stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 3:4, pp.379-402.
- Saunders, E. M., (1993), "Stock prices and wall street weather", *American Economic Review* 83(5):1337-1345.
- Schinder, P. M. (2003), "Rumors in financial markets: Survey on how they evolve, spread and are traded on", *Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich*, Vol. 159, pp. 1-73
- Schindler, P. M. (2007), "Rumors in financial markets: Insights into behavioral finance", *Wiley Finance*
- Sewell M., (2010), "Behavioural finance", *University of Cambridge*
- Shefrin H., Statman M., (1985), "The disposition to sell winners too early and ride losses too long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance* Volume 40, issue 3, p.777-790
- Shefrin, H. (2000), "Beyond greed and fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing", *Harvard Business School Press*.
- Shefrin, H. (2001), "Introduction to behavioral finance", *UK: Edward Elgar Publishing Inc*
- Shefrin, H. and Statman, M. (1985), "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, Vol. 40, No3, pp.777-790

Shefrin, H. and Thaler, R.H. (1988), "The Behavioral Life cycle hypothesis", *Economic Inquiry*, vol.26, pp.609-643.

Shiller J. R., (1981), "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?," NBER Working Papers 0456, National Bureau of Economic Research

Shiller, R. (2001), "Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion", *Financial Analyst Journal*.

Shiller, R. (2003), "Finance, Optimization, and the irreducibly irrational component of human behavior", *Handbook of the Economics of Finance*.

Shiller, R. J. (2003) "From efficient markets theory to behavioral finance", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No1, pp.83-104

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

Shleifer, A. and Summers, H. L. (1990), "The noise trader approach to finance", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No2, pp.19-33

Shleifer, A. and Vishny, P. (1997), "The limits of arbitrage", *Journal of Finance*, vol.52:1, pp.35-55.

Slovic, P. (1972), "Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior", *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.22:1, pp.128-134.

Thaler R., (1985), "Mental accounting and consumer choice", *Marketing science*, Vol.4 No. 3

Thaler, R., Tversky, A., Kahneman, D. and Schwartz, A. (1997), "The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test", *The Quarterly Journal of Economics*, vol.112:2, pp.647-661.

Tversky A. and Kahneman D. (1982), "Advances in prospect theory: cumulative representatoin of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty* 5:297-323

Tversky, A. and Kahneman, D. (1971), "Belief in the law of small numbers", *Psychological Bulletin*, vol.76, pp.105-110.

- Weinstein N., (1980), “Unrealistic Optimism about Future Life Events”, Journal of personality and social Psychology 39, 806-820
- West, K. D., (1988), “Dividend innovations and stock price volatility”, Econometrica 56, 37-61.
- Ziemba, W. (1991), “Japanese security market regulations: Monthly, turn-of-the-month and year, holiday and golden week effects”, Japan and the World Economy, vol.3:2, pp.119-146.
- Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε., (2008): Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις Σταμούλη.
- Νούλας, Α. (2010), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Πανεπιστημιακές εκδόσεις.
- Σπύρου, Σ. (2009), «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.
- Φίλιππας Νικόλαος, “Η επίδραση του φόβου στις επενδύσεις”, Euro2day, 17/9/2010
- Φίλιππας Ν., “Επενδυτικά σφάλματα & Behavioral Finance”, Euro2day, 14/4/2010
- Φίλιππας Ν., “Το συναίσθημα του επενδυτή στη χρηματιστηριακή αγορά”, Κέρδος, 23/4/2009
- Φίλιππας Ν., “Μεταξύ απληστίας και φόβου”, Κέρδος, 6/1/2009

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

www.capital.gr

www.naftemporiki.gr

www.stockwacth.com/cy

www.investing.com

<http://www.automationinformation.com>)

www.euro2day.gr

www.kerdos.gr

www.behavioralfinance.net