



Κεφάλαιο 19

Συμπεριφορική
Χρηματοοικονομική
(Behavioral Finance)



ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ο σκοπός του κεφαλαίου είναι να εισαγάγει τον αναγνώστη στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, ως εναλλακτικό πλαίσιο ερμηνείας της επενδυτικής συμπεριφοράς σε σχέση με τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά υποδείγματα. Το κεφάλαιο στοχεύει να αναδείξει τη σημασία των ψυχολογικών, γνωστικών και κοινωνικών παραγόντων που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, εξηγώντας με ποιον τρόπο οι αποκλίσεις από την ορθολογική συμπεριφορά οδηγούν σε ανωμαλίες στις αγορές και σε επενδυτικά σφάλματα.



ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Με την ολοκλήρωση του κεφαλαίου, ο αναγνώστης θα είναι σε θέση να:

- αναγνωρίσει τις βασικές αρχές, τα χαρακτηριστικά και τα θεμέλια της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής
- διακρίνει τις διαφορές ανάμεσα στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία και τη συμπεριφορική προσέγγιση, κατανοώντας τα όρια της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών (ΕΜΗ).
- κατανοεί τους κυριότερους ευριστικούς κανόνες (heuristics) και τις γνωστικές προκαταλήψεις (biases) που επηρεάζουν τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- αναλύει πώς οι ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες συμβάλλουν σε φαινόμενα όπως οι κερδοσκοπικές «φούσκες», η υπεραντίδραση, η συμπεριφορά της αγέλης και η αποστροφή στη ζημία.
- εφαρμόζει τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στην ανάλυση πραγματικών αγορών και κρίσεων, κατανοώντας τις επενδυτικές ανωμαλίες και τις διακυμάνσεις των τιμών.
- αντιλαμβάνεται τη συμβολή των νέων τεχνολογιών, της τεχνητής νοημοσύνης και της ανάλυσης συναισθήματος στην πρόβλεψη και ερμηνεία της επενδυτικής συμπεριφοράς.



ΛΕΞΕΙΣ-ΚΛΕΙΔΙΑ

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance), Ορθολογικότητα / Περιορισμένη ορθολογικότητα (Rationality / Bounded rationality), Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών – ΥΑΑ (Efficient Market Hypothesis – ΕΜΗ), Θεωρίες προοπτικής, Ευριστικοί κανόνες, Προκαταλήψεις (Biases), Ανωμαλίες Αποδόσεων

Ευχαριστούμε θερμά για τη συμβολή του στη συγγραφή του παρόντος κεφαλαίου τον Διδάκτορα του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών (ΤΟΕ) του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και ερευνητή του Κέντρου Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής (UoA CFS) **κ.Ιωάννη-Ηλία Πλήκα**.

Στα προηγούμενα κεφάλαια εξετάστηκε ο τρόπος με τον οποίο αναλύονται, αποτιμώνται και αξιολογούνται οι επενδυτικές επιλογές, με στόχο τη διαμόρφωση αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων που ανταποκρίνονται στους επενδυτικούς στόχους. Μεταξύ των εννοιών που παρουσιάστηκαν περιλαμβάνονται τα βασικά μέτρα αξιολόγησης της απόδοσης, όπως το μέτρο του Treynor, το μέτρο του Sharpe, το μέτρο του Jensen, το μέτρο M^2 και ο δείκτης πληροφόρησης. Επιπλέον, αναλύθηκε ο τρόπος με τον οποίο οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων διερευνούν εμπειρικά τις μεταβολές της αγοράς, προκειμένου να προβλέψουν τις ανοδικές τάσεις και να προσαρμόσουν ανάλογα τη στρατηγική τους.

Η προσέγγιση που ακολουθήθηκε βασίστηκε στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, διαθέτουν πλήρη πληροφόρηση και λαμβάνουν αποφάσεις με σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας ή της απόδοσης του κεφαλαίου τους. Στην πράξη, όμως, παρατηρείται ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από ψυχολογικούς, συναισθηματικούς και κοινωνικούς παράγοντες, οδηγώντας συχνά σε συμπεριφορές που αποκλίνουν από την προβλεπόμενη «ορθολογική» προσέγγιση. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έρχεται λοιπόν να καλύψει αυτό το κενό, προσφέροντας ένα εναλλακτικό επιστημονικό πλαίσιο ανάλυσης της επενδυτικής συμπεριφοράς, εστιάζοντας στην εξήγηση των αποκλίσεων από τα κλασικά υποδείγματα. Αντί για τον ιδεατό «οικονομικά ορθολογικό επενδυτή», η προσοχή στρέφεται τώρα στον άνθρωπο, ο οποίος επηρεάζεται από προκαταλήψεις, ευριστικούς κανόνες, φόβους, υπερβολική αυτοπεποίθηση και κοινωνικές πιέσεις. Οι συγκεκριμένες συμπεριφορικές στρεβλώσεις δεν επηρεάζουν μόνο τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, αλλά επεκτείνονται στη διαχείριση κινδύνων και στην τελική απόδοσή του.

Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει εννέα ενότητες. Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζονται ο ορισμός και οι βασικές αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, καθώς και οι διαφορές της από την παραδοσιακή θεωρία. Στη δεύτερη, συγκρίνεται η συμπεριφορική προσέγγιση με την Θεωρία/Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis - EMH). Η τρίτη ενότητα επικεντρώνεται στις βασικές αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, με αναφορά στη Θεωρία Προοπτικής, στα ψυχολογικά/συναισθηματικά και κοινωνικά φαινόμενα που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των επενδυτών. Μεταξύ άλλων αναλύονται οι βασικοί ευριστικοί κανόνες, βασικά σφάλματα και η επίδρασή τους στις επενδυτικές επιλογές. Η τέταρτη ενότητα παρουσιάζει εφαρμογές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στις αγορές, από τη σκοπιά των αποδόσεων. Η πέμπτη ενότητα εστιάζει στην κριτική της συμπεριφορικής θεωρίας, στους περιορισμούς της αλλά και στα πλεονεκτήματά της, ενώ στην έκτη ενότητα παρουσιάζονται μελέτες περίπτωσης συμπεριφορικών αποκλίσεων σε πραγματικές αγορές. Η έβδομη ενότητα συνδέει τη συμπεριφορική θεώρηση με τη βιώσιμη ανάπτυξη, αναλύοντας πώς η ψυχολογία των επενδυτών επηρεάζει τη χρηματοδότηση βιώσιμων έργων. Τέλος, στην όγδοη ενότητα διερευνώνται οι μελλοντικές προοπτικές του πεδίου, με έμφαση στη συμβολή της τεχνητής νοημοσύνης ως προς την κατανόηση της επενδυτικής συμπεριφοράς.

19.1 Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

19.1.1 Ορισμός και Βασικές Αρχές

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας κλάδος των χρηματοοικονομικών που εστιάζει στη διερεύνηση των ψυχολογικών παραγόντων και των γνωστικών στρεβλώσεων οι οποίες επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και οδηγούν σε φαινόμενα τα οποία δεν ερμηνεύονται επαρκώς από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή με βάση την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασικά μοντέλα μεγιστοποίησης χρησιμότητας (Shefrin, 2000).

Κεντρική της παραδοχή είναι ότι η ανθρώπινη κατανόηση/επεξεργασία της διαθέσιμης πληροφόρησης και τα ανθρώπινα συναισθήματα διαμορφώνουν τις τελικές τους αποφάσεις. Στο πεδίο των χρηματοοικονομικών αυτοί οι παράγοντες διαμορφώνουν τις επενδυτικές αποφάσεις και, κατ' επέκταση, τον τρόπο λειτουργίας των αγορών. Για να χειριστούν την πολυπλοκότητα και την αβεβαιότητα της διαθέσιμης πληροφόρησης, οι επενδυτές εφαρμόζουν «υποσυνείδητα» κάποιες νοητικές «συντομεύσεις», γνωστές ως ευριστικούς κανόνες (heuristics) οι οποίοι αποτελούν απλοποιητικές νοητικές στρατηγικές σκέψεις που τους βοηθούν να πάρουν γρήγορες και εύκολες αποφάσεις. Ιδιαίτερα σε περιβάλλοντα υψηλής αβεβαιότητας (αντιληπτού κινδύνου), οι ευριστικοί κανόνες κυριαρχούν και οι επενδυτές δεν δρουν πια με ορθολογικό τρόπο, αντί αυτού δρουν βάση το πως αισθάνονται κατά την διάρκεια αυτών των καταστάσεων.

Αυτή η μη-ορθολογική σκέψη, η απόκλιση δηλαδή από την κλασική ορθολογική σκέψη (ενέργεια με βάση τη λογική), έχει άμεση συσχέτιση με την έννοια της περιορισμένης ορθολογικότητας (bounded rationality). Σύμφωνα με αυτήν, οι επενδυτές έχουν στη διάθεσή τους διάφορες εναλλακτικές επιλογές (γνωστές και ως προοπτικές) και καλούνται να αποφασίσουν σε ποια ή ποιες από αυτές τις εναλλακτικές θα επενδύσουν. Οι επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνουν, επηρεάζονται, σύμφωνα με την έννοια της περιορισμένης ορθολογικότητας, από γνωστικούς χρονικούς περιορισμούς αλλά και από την ποιότητα της διαθέσιμης πληροφόρησης (Baker και Wurgler, 2013).

Ας σκεφτούμε όμως και κάτι ακόμη. Σημαντικό ρόλο παίζει επίσης ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζεται η πληροφορία. Όταν δηλαδή παρουσιάζεται μόνο ένα μέρος («πλαίσιο») της πληροφορίας ή όταν παρουσιάζεται η ίδια πρόταση με αλλοιωμένο τρόπο, το φαινόμενο αυτό ονομάζεται πλαισίωση (framing). Αυτό το φαινόμενο αναλόγως του τρόπου με τον οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί, μπορεί να αλλοιώσει τα γεγονότα. Οι επενδυτές που θα λάβουν την αλλοιωμένη πληροφόρηση δεν θα αισθανθούν με τον ίδιο τρόπο με τον οποίο θα αισθάνονταν εάν η πληροφόρηση δεν είχε υποστεί καμία αλλοίωση. Ως αποτέλεσμα της πλαισίωσης

οι επενδυτές ενδέχεται να αλλάξουν δραματικά τις αποφάσεις τους προκαλώντας και τις αντίστοιχες αντιδράσεις στην αγορά (Mellers, 2001).

Εκτός από το φαινόμενο της πλαισίωσης, τα συναισθήματα των επενδυτών και συνεπώς και ο τρόπος που αντιδρούν, διαμορφώνονται επίσης και από άλλους εξωγενείς παράγοντες όπως η κοινωνική επιρροή και η τρέχουσα οικονομική συγκυρία. Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1979), όταν η ασάθεια αυτών των εξωτερικών παραγόντων μεγαλώνει, οι επενδυτικές αποφάσεις ταλαντεύονται. Ως συνέπεια, της αυξημένης αβεβαιότητας/αυξημένου αντιληπτού κινδύνου, οι επενδυτές τείνουν σε επενδυτικές επιλογές με υψηλότερη απόδοση και πιο «σίγουρο» κέρδος και αποφεύγουν τις επιλογές που θα τους επιφέρουν οικονομική απώλεια.

Τα παραπάνω καταδεικνύουν ότι η συμπεριφορά των επενδυτών επηρεάζεται από τις συναισθηματικές διακυμάνσεις τους, οι οποίες με τη σειρά τους επιδρούν στον τρόπο λειτουργίας των αγορών. Είναι λοιπόν κρίσιμη η μελέτη των συμπεριφορικών μη-ορθολογικών μηχανισμών που επηρεάζουν τις ανθρώπινες αποφάσεις με σκοπό την περαιτέρω βελτίωση των επενδυτικών στρατηγικών. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ασχολείται ακριβώς με αυτήν τη διερεύνηση, συνδέοντας γνωστικές και ψυχολογικές προκαταλήψεις με διάφορες ανωμαλίες/διακυμάνσεις της αγοράς.

19.1.2 Γνωσιακή Ψυχολογία και Περιορισμοί στο Arbitrage

Θεμέλιοι λίθοι της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής αποτελούν η γνωσιακή ψυχολογία (cognitive psychology) και οι περιορισμοί στο arbitrage (Barberis και Thaler, 2003). Το arbitrage ορίζεται ως η ταυτόχρονη αγορά και πώληση του ίδιου τίτλου σε διαφορετικές αγορές, με σκοπό την επίτευξη σίγουρου κέρδους, διαδικασία όμως που δεν συνοδεύεται από κάποιο κίνδυνο. Σε μια υποθετική κατάσταση όπου όλοι έχουν πλήρη πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες, δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και ο ανταγωνισμός λειτουργεί τέλεια, τότε οποιαδήποτε ευκαιρία για arbitrage, δηλαδή για να αγοράσει κανείς κάτι φθηνότερα σε μία αγορά και να το πουλήσει ακριβότερα σε άλλη, θα εντοπιζόταν σχεδόν αμέσως. Οι επενδυτές θα έσπευδαν να την εκμεταλλευτούν και με τη μαζική αυτή αντίδραση, οι τιμές των προϊόντων ή των μετοχών θα άλλαζαν τόσο γρήγορα που η διαφορά τιμής θα εξαλειφόταν. Με άλλα λόγια, η ίδια η αγορά, με τη δράση των συμμετεχόντων της, θα διόρθωνε άμεσα τέτοιου τύπου ανισορροπίες. Αυτή η θεωρητική προσέγγιση υποδηλώνει πως οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι αποδοτικές (efficient) και αυτορρυθμιζόμενες.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αμφισβητεί τον ισχυρισμό ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές αυτορρυθμίζονται, εξαλείφοντας κάθε είδους ανισορροπίες. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική επισημαίνει ότι σε πραγματικά περιβάλλοντα χρηματοοικονομικών συναλλαγών, το arbitrage συνοδεύεται από κινδύνους και ενέχει κόστος. Θα μπορούσαμε να μεταφράσουμε τους κινδύνους και το κόστος που συνοδεύουν το arbitrage ως «περιορισμούς στο arbitrage» (limits to

arbitrage). Οι «περιορισμοί στο arbitrage» περιλαμβάνουν θεμελιώδεις κινδύνους όπως για παράδειγμα την πτώση της τιμής ενός ήδη υποτιμημένου τίτλου, όσο και περιορισμούς όπως τα κόστη συναλλαγών και μη προβλεπόμενες συμπεριφορές από ανορθολογικούς επενδυτές. Οι δύο αυτοί παράγοντες δημιουργούν εμπόδια, με αποτέλεσμα οι στρεβλές και συχνά παράλογες τιμές να επιμένουν για παρατεταμένα χρονικά διαστήματα. Έτσι, σε αντίθεση με τη νεοκλασική άποψη ότι οι τιμές τείνουν πάντα στη «δίκαιη αξία» τους, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι η παρουσία μη ορθολογικών εμποδίων, όπως για παράδειγμα τα ψυχολογικά εμπόδια, περιορίζουν τη διαδικασία εξισορρόπησης (επιστροφή σε ισορροπία), κάτι που καθιστά το arbitrage ατελές εργαλείο διόρθωσης (Barberis και Thaler, 2003; Shleifer and Vishny, 1997).

Η μη ορθολογική συμπεριφορά έχει τη βάση της στην γνωσιακή ψυχολογία (cognitive psychology). Σύμφωνα με τη γνωσιακή ψυχολογία, τα άτομα-επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους λαμβάνοντας υπόψη δύο παράγοντες, τους ευριστικούς κανόνες (heuristics) και τον τρόπο με τον οποίο το πρόβλημα διατυπώνεται (framing). Οι ευριστικοί κανόνες αποτελούν την νοητική διαδικασία την οποία χρησιμοποιούν οι άνθρωποι προκειμένου να αποφασίζουν εύκολα και γρήγορα σε περίπλοκες καταστάσεις στις οποίες όμως δεν διαθέτουν επαρκή πληροφόρηση (Newel και Simon, 1972). Φυσικά, αυτή η νοητική διαδικασία δεν προσφέρει πάντοτε τις καλύτερες και πιο αξιόπιστες λύσεις ιδιαίτερα όταν η πολυπλοκότητα και η διαθέσιμη πληροφόρηση αυξάνεται (Shefrin, 2000). Εντούτοις αποτελούν ένα χρήσιμο νοητικό μηχανισμό με τον οποίο οι άνθρωποι-επενδυτές καλούνται να λάβουν άμεσα πολλαπλές και δύσκολες αποφάσεις.

Άσκηση 19.1

1. Τι πραγματεύεται η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και ποια είναι η κεντρική της παραδοχή;
2. Ποιοι είναι οι δύο θεμέλιοι λίθοι της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003);
3. Γιατί το arbitrage δεν μπορεί πάντα να εξαλείψει τις στρεβλώσεις τιμών στις χρηματοοικονομικές αγορές;

19.2 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έναντι Θεωρίας Αποτελεσματικών Αγορών

19.2.1 Η Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis – EMH)

Προτού εμβαθύνουμε στις διαφορές μεταξύ της παραδοσιακής και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, είναι χρήσιμο να υπενθυμίσουμε ορισμένες βασικές έννοιες που παρουσιάστηκαν στο Κεφάλαιο 13. Στη συνέχεια, θα εισαγάγουμε θεμελιώδεις ορισμούς και αρχές που συνδέονται άμεσα με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική οι οποίοι θα μας βοηθήσουν να κατανοήσουμε πληρέστερα τις έννοιες που θα ακολουθήσουν.

Στο Κεφάλαιο 13 παρουσιάστηκε η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis – EMH), σύμφωνα με την οποία οι τιμές των αξιόγραφων αντανακλούν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Βάση της EMH αποτελεί η «τυχαioτητα», δηλαδή ότι οι τιμές μεταβάλλονται με τυχαίο τρόπο, κάτι που σημαίνει ότι η συστηματική πρόβλεψη των τιμών είναι αδύνατη. Έτσι, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει σταθερά υπερβάλλουσες αποδόσεις, αφού κάθε νέα είδηση αφομοιώνεται πλήρως από τις τιμές των αξιογράφων (Fama, 1970).

Υπενθυμίζεται, ότι για να χαρακτηριστεί μια αγορά ως αποτελεσματική, θα πρέπει να συντρέχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Η πρώτη προϋπόθεση αφορά τη δομή και τη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά. Συγκεκριμένα, απαιτείται η παρουσία πολλών ορθολογικών επενδυτών, οι οποίοι δρουν ταυτόχρονα και ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλον αλλά έχουν όλοι ως στόχο την μεγιστοποίηση του οφέλους που θα αποκομίσουν. Η δεύτερη προϋπόθεση αφορά τον τρόπο άντλησης της πληροφόρησης η οποία θα πρέπει να είναι ταυτόχρονη για όλους και να μην συνοδεύεται από κάποιο κόστος. Επιπλέον οι ειδήσεις θα πρέπει να καταφθάνουν στην αγορά με τυχαίο, χρονικά ανεξάρτητο τρόπο, ώστε οι μεταβολές του παρελθόντος να μην μπορούν να αξιοποιηθούν από επενδυτές ώστε εκτιμήσουν με ακρίβεια τις εκβάσεις του μέλλοντος. Τέλος, οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν άμεσα σε κάθε νέα είδηση, οδηγώντας έτσι σε ατελείς αλλά ταυτοχρόνως αμερόληπτες προσαρμογές στις τιμές των τίτλων.

Στο Κεφάλαιο 13, είδαμε επίσης ότι οι μορφές αποτελεσματικών αγορών διακρίνονται σε τρεις εκδοχές ανάλογα με τις τιμές που καθρεφτίζονται στα αξιόγραφα, την «Ισχυρή», την «Ημι-ισχυρή» και την «Ασθενή» μορφή. Κοινή παραδοχή είναι πως οι τρέχουσες τιμές ενσωματώνουν πλήρως όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση. Το επίπεδο αποτελεσματικότητας αυξάνεται προοδευτικά. Ξεκινάει από την ασθενή και ανέρχεται στην ισχυρή μορφή. Φυσικά, η μορφή αποτελεσματικότητας δεν είναι ίδια σε κάθε αγορά και σε κάθε χρονική περίοδο, αντί αυτού ποικίλλει και υπάρχουν διαφοροποιήσεις (Τζιτζαν, 2015).

Πληθώρα επιστημονικών μελετών υπονομεύουν την καθολική ισχύ της ΕΜΗ (Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς - ΥΑΑ) επισημαίνοντας τρία κύρια αδύναμα σημεία. Πρώτον, το πρόβλημα του μεγέθους καθώς οι μετοχές μικρομεσαίων εταιρειών (οι «μικρές κεφαλαιοποιήσεις») συνήθως δίνουν μεγαλύτερη μέση απόδοση από τις «μεγάλες κεφαλαιοποιήσεις» κάτι το οποίο έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία της τέλει αγοράς. Στην πράξη, όμως, τα αυξημένα κόστη συναλλαγών και η περιορισμένη ρευστότητα των μικρομεσαίων εταιρειών απορροφούν μεγάλο μέρος του κέρδους, με συνέπεια ο μέσος επενδυτής να μην μπορεί να απολαύσει τα οφέλη των αποδόσεων. Αντίθετα, μεγαλύτεροι επενδυτές με περισσότερους οικονομικούς πόρους μπορούν να απολαύσουν τα οφέλη των αποδόσεων. Δεύτερον, το πρόβλημα της μεροληψίας επιλογής. Με απλά λόγια, δημοσιεύονται συχνότερα οι ζημιολόγες επενδυτικές στρατηγικές ενώ οι στρατηγικές που έχουν αποφέρει κέρδος (κερδοφόρες) παραμένουν «κρυφές» δημιουργώντας μια παραμορφωμένη εικόνα στην αγορά. Επιπλέον, σε ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών-διαχειριστών χαρτοφυλακίων, είναι στατιστικά αναμενόμενο κάποιοι να εμφανίζουν συχνά υπερβάλλουσες αποδόσεις. Όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των επενδυτών τόσο μεγαλύτερο και το ποσοστό αυτών που θα φέρουν υπερβάλλουσες αποδόσεις απλώς λόγω του παράγοντα της τύχης, χωρίς όμως οι ίδιοι να έχουν κάποια ιδιαίτερη ικανότητα ή να έχουν ακολουθήσει κάποια συγκεκριμένη στρατηγική (Banz, 1981; Brown et al., 1992; Fama και French, 2010; Pan et al., 2021).

Ο Warren Buffett, είναι ίσως ο πιο χαρακτηριστικός επικριτής της ΥΑΑ. Αυτό διότι ο ίδιος έχει δημιουργήσει την περιουσία του όχι μέσα από τις συνήθεις αποτελεσματικές αγορές αλλά από τις αναποτελεσματικές αγορές (Buffett, 2025). Αξίζει να σημειωθεί ότι η ύπαρξη ανωμαλιών στις χρηματοοικονομικές αγορές δεν ερμηνεύεται αναγκαστικά ως ένδειξη αναποτελεσματικότητας. Σύμφωνα με τους Fama και French (1992, 1993, 1996), φαινόμενα όπως η υπεραντίδραση (overreaction), η υποαντίδραση (underreaction), ζητήματα μεγέθους και ο λόγος τιμής προς λογιστική αξία (P/B) μπορούν να ερμηνευθούν ως αποτέλεσμα παραγόντων κινδύνου οι οποίοι δεν έχουν ενσωματωθεί επαρκώς στα παραδοσιακά υποδείγματα αποτίμησης, όπως αυτό του Capital Asset Pricing Model (CAPM). Με άλλα λόγια τα παραδοσιακά υποδείγματα δεν λαμβάνουν υπόψη σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά των επενδυτών, όπως οι ψυχολογικοί παράγοντες, τα συναισθήματα, η υποκειμενική κρίση του επενδυτή, ή/και προσωπικές αντιλήψεις. Εδώ έρχεται και παρεμβαίνει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, προτείνοντας ένα εναλλακτικό θεωρητικό πλαίσιο που εστιάζει στον καθοριστικό ρόλο της ανθρώπινης συμπεριφοράς και ψυχολογίας στη λειτουργία και τις εκβάσεις των χρηματοοικονομικών αγορών.

Άσκηση 19.2

1. Τι υποστηρίζει η Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς (ΕΜΗ); Ποιες συνθήκες πρέπει να πληρούνται για να χαρακτηριστεί μια αγορά ως αποτελεσματική;
2. Ποια τα βασικά ζητήματα αμφισβήτησης της ΕΜΗ;

19.2.2 Διαφορές Μεταξύ Παραδοσιακής και Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική στηρίζεται στο υπόδειγμα του «homo economicus». Ο «homo economicus» ορίζεται ως ένας ιδεατός επενδυτής που λαμβάνει τις αποφάσεις του έχοντας στη διάθεσή του όλη την διαθέσιμη πληροφορία και βασιζόμενος σε ορθολογική σκέψη. Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική, επικεντρώνεται στην Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis - ΕΜΗ) (Fama, 1970) και σε υποδείγματα όπως το CAPM, τα οποία προϋποθέτουν ότι οι αγορές είναι πλήρως αποτελεσματικές και οι τιμές αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική υποθέτει ότι ιδιαίτερα σε συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας, οι επενδυτές προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητα του πλούτου τους. Ο Daniel Bernoulli (1738), με την 'Θεωρία Αναμενόμενης Χρησιμότητας' (Expected Utility Theory) επιχειρήσε να εξηγήσει τι συμβαίνει σε συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας μέσω της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Υποστήριξε ότι σε περιβάλλοντα υψηλού κινδύνου, οι επενδυτές τείνουν να συμπεριφέρονται με έναν συγκεκριμένο τρόπο, αποφεύγοντας να ρισκάρουν και να πραγματοποιήσουν φαινομενικά ζημιολύγες επενδύσεις. Αυτό το φαινόμενο, γνωστό και ως αποστροφή στο ρίσκο, είναι αντιστρόφως ανάλογο του πλούτου, διότι όσο μικρότερο το ρίσκο τόσο λιγότερες και οι διαθέσιμες ευκαιρίες και τα κέρδη που μπορούν να απολαύσουν (Καρατζά, 2016; Biglieri, 2022).

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έρχεται να αμφισβητήσει τις υποθέσεις της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής, υποστηρίζοντας ότι οι επενδυτές δεν έχουν πάντοτε διαθέσιμη όλη την πληροφορία που χρειάζονται ώστε να πάρουν τις βέλτιστες αποφάσεις και συχνά επηρεάζονται από τα συναισθήματά τους και τις ψυχολογικές διακυμάνσεις. Συναισθήματα όπως ο φόβος, η χαρά, η ελπίδα, η απληστία, η αποστροφή στον κίνδυνο, η επιδίωξη κινδύνου και η λύπη παίζουν καθοριστικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο αξιολογούνται οι επενδυτικές επιλογές.

Οι δύο θεωρήσεις διαφέρουν επιπλέον στην μεθοδολογία με την παραδοσιακή θεωρία να χρησιμοποιεί κυρίως μαθηματικά μοντέλα, ενώ η συμπεριφορική προσέγγιση να βασίζεται σε πειράματα, έρευνες και μελέτες πεδίου (Thaler, 1999).

Η Θεωρία Προοπτικής (Prospect Theory) των Kahneman και Tversky (1979), εξηγεί γιατί οι άνθρωποι προτιμούν τις σίγουρες επιλογές σε σχέση με ένα αβέβαιο

αλλά μαθηματικά ισοδύναμο αποτέλεσμα όπως επίσης εξηγεί και την ιδέα της «αποστροφής στη ζημία» (loss aversion), λόγω του γεγονότος ότι το αρνητικό συναίσθημα που προκαλεί μια απώλεια είναι μεγαλύτερο από το θετικό συναίσθημα που δημιουργεί ένα ισόποσο κέρδος. Σύμφωνα με τον Schwartz (1998), οι επενδυτές αξιολογούν τα πιθανά αποτελέσματα (προοπτικές) προβαίνοντας σε συγκριτική ανάλυση των κερδών και τις ζημίες σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς. Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1979), όσο αυξάνεται το ενδεχόμενο κέρδους τόσο οι επενδυτές τείνουν προς την επιλογή που θα τους φέρει το σίγουρο κέρδος.

Παράλληλα οι επενδυτές τείνουν να έχουν μιμητική συμπεριφορά, ακολουθώντας τις επιλογές τρίτων με στόχο να μην χάσουν μία φαινομενικά κερδοφόρα ευκαιρία ή διότι υποθέτουν ότι οι υπόλοιποι επενδυτές έχουν καλύτερη γνώση για μια συγκεκριμένη επενδυτική επιλογή. Αυτή η συμπεριφορά είναι γνωστή ως συμπεριφορά της αγέλης (herd behavior).

Ο **Πίνακας 19.1** συνοψίζει τις βασικές διαφορές μεταξύ της παραδοσιακής και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 19.1 Σύγκριση παραδοσιακής και συμπεριφορικής προσέγγισης

Χαρακτηριστικό	Παραδοσιακή Θεώρηση	Συμπεριφορική Προσέγγιση
Αντίληψη επενδυτή	Ορθολογικός, πλήρως ενημερωμένος	Περιορισμένη ορθολογικότητα
Επεξεργασία πληροφορίας	Αντικειμενική και πλήρης	Επιλεκτική, υποκειμενική
Αντίδραση στην αβεβαιότητα	Βελτιστοποίηση	Ευρετικές στρατηγικές και συναισθηματική επίδραση
Ανάλυση και αποτίμηση	Θεμελιώδη μεγέθη	Εμπειρίες, προσδοκίες, φόβος, χαρά (και άλλα συναισθήματα)
Διορθώσεις στην αγορά	Άμεσες και ορθολογικές	Καθυστερημένες, υπερβολικές ή ανεπαρκείς

Η κατανόηση των ψυχολογικών και συμπεριφορικών παραγόντων που επηρεάζουν τις επενδυτικές επιλογές είναι καίριας σημασίας τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, καθώς η συμπεριφορική θεώρηση συμβάλλει στον σχεδιασμό αποτελεσματικότερων πολιτικών και στη διαμόρφωση στρατηγικών βελτιστοποίησης της χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης, με απώτερο στόχο την μείωση της ευαισθησίας σε σφάλματα και ψευδαισθήσεις.

Άσκηση 19.3

▶ Ποια είναι οι κύριες διαφορές της παραδοσιακής και της συμπεριφορικής προσέγγισης;

19.2.3 Διαφορές Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και Θεωρίας Αποτελεσματικών Αγορών

Όπως προαναφέραμε, η Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών (ΕΜΗ), όπως διατυπώθηκε από τον Fama (1970), υποστηρίζει ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι αποτελεσματικές, δηλαδή οι τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αντικατοπτρίζουν τις διαθέσιμες πληροφορίες. Η αγορά σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, λειτουργεί με ορθολογικό τρόπο. Έτσι, καθώς οι τιμές είναι λογικά αποτιμημένες οι επενδυτές δεν μπορούν να αποκομίσουν υπερβολικά κέρδη.

Η ΕΜΗ υποστηρίζει ότι οι τιμές των χρηματοοικονομικών μέσων αφομοιώνουν πλήρως και άμεσα κάθε διαθέσιμη πληροφορία, συνεπώς, η εξέλιξή τους ακολουθεί μια τυχαία, μη προβλέψιμη διαδρομή (random walk). Εντούτοις, στην εμπειρική πραγματικότητα ανακλύπτουν επανειλημμένως κερδοσκοπικές «φούσκες», υπεραντιδράσεις, φαινόμενα αδράνειας και επίμονες τάσεις, τα οποία συχνά αδυνατούν να ερμηνευθούν αποκλειστικά με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αντί να αποδίδει αυτές τις ανωμαλίες σε τυχαίους παράγοντες ή να τις θεωρεί ευκαιρίες arbitrage που θα εξαφανιστούν άμεσα, τις εξετάζει υπό το πρίσμα της ανθρώπινης ψυχολογίας και της κοινωνικής συμπεριφοράς. Οι επενδυτές, σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, δεν λειτουργούν πάντα με ορθολογικό τρόπο αλλά αντιδρούν ετεροχρονισμένα (λόγω γνωστικών προκαταλήψεων όπως ο συντηρητισμός), υπεραντιδρούν (λόγω υπερβολικής αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας), ή ακολουθούν τη συμπεριφορά της πλειονότητας (herd behavior), παρασυρόμενοι από τη γενική τάση της αγοράς.

Ως αποτέλεσμα, οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν σημαντικά από την ορθολογική και δίκαιη αξία τους και η απόκλιση αυτή να διατηρείται για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Σε αντίθεση με την παραδοσιακή θεωρία που θεωρεί τέτοιες μεταβολές παροδικές και αυτορρυθμιζόμενες, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσπαθεί να τις ερμηνεύσει με βάση τα ψυχολογικά και κοινωνικά χαρακτηριστικά των επενδυτών.

Ένα εύλογο ερώτημα που συχνά τίθεται είναι το εξής: «Αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές, όπως υποστηρίζει η ΕΜΗ, γιατί συνεχίζουν να υπάρχουν κερδοσκοπικά κεφάλαια (hedge funds) και γιατί παραμένει τόσο έντονο ερευνητικό ενδιαφέρον για στρατηγικές υπεραπόδοσης;». Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική απαντά ότι η ίδια η ύπαρξη αυτών των ταμείων, τα οποία επιχειρούν να εκμεταλλευτούν τις υπερβολικές αντιδράσεις της αγοράς ή τα συστηματικά λάθη των επενδυτών, υποδηλώνει πως η αγορά δεν είναι πλήρως αποτελεσματική. Επιπλέον, η συνεχής ερευνητική δραστηριότητα γύρω από τις λεγόμενες χρηματοοικονομικές ανωμαλίες όπως το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect), ή το φαινόμενο της υπεραπόδοσης των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης (size effect), υποδηλώνει την ύπαρξη συστηματικών και επαναλαμβανόμενων προτύπων στις αποδόσεις, τα οποία αποκλίνουν από την ΕΜΗ.

Ας δούμε ένα παράδειγμα που αφορά την «τεχνολογική φούσκα» στα τέλη της δεκαετίας του 90'. Τι συνέβη σε αυτή την περίπτωση; Οι τεχνολογικές εταιρείες χωρίς πραγματικά κέρδη ή από επιχειρηματικό σχέδιο είδαν την κεφαλαιοποίησή τους σε εκείνη την περίοδο να αυξάνεται κατακόρυφα κυρίως λόγω της αυξημένης προσδοκίας και της θετικής συναισθηματικής αντίδρασης στα τεχνολογικά προϊόντα. Η ΕΜΗ σε αυτή την περίπτωση δεν μπορεί να εξηγήσει τέτοιες υπερβολές και τον λόγο που συμβαίνουν χωρίς να καταφύγει σε συγκεκριμένες υποθέσεις ή σε μαθηματικές αναλύσεις πραγματικών στοιχείων. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική από την άλλη μπορεί να ερμηνεύσει αυτά τα φαινόμενα. Στην περίπτωση του παραδείγματος ερμηνεύει το φαινόμενο είτε ως της συμπεριφοράς αγέλης, είτε ως φαινόμενο υπερβολικής αυτοπεποίθησης.

Ας πάμε τώρα να δούμε ακόμη ένα παράδειγμα που αφορά την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007–2008 (Global Financial Crisis: GFC). Η GFC αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτυχίας των αγορών να ενσωματώσουν και να αντιδράσουν έγκαιρα σε ενδείξεις αυξανόμενου κινδύνου. Παρά την ύπαρξη εμφανών προειδοποιητικών σημάτων πριν ακόμη ξεσπάσει η κρίση, δείγματα όπως η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και η αλόγιστη χορήγηση δανείων με ελαστικά κριτήρια, η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών, συμπεριλαμβανομένων των φορέων χάραξης πολιτικής, αγνόησε αυτές τις ενδείξεις. Αυτή η επενδυτική συμπεριφορά ερμηνεύεται από τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική από τα φαινόμενα *loss aversion* (αποστροφή στην απώλεια) και το *herd behavior* (συμπεριφορά αγέλης). Οι επενδυτές, επέλεξαν να διατηρήσουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη τους, καθώς η ενδεχόμενη ζημία είχε για αυτούς δυσανάλογα μεγαλύτερες αρνητικές επιπτώσεις. Την ίδια στιγμή, κυριάρχησε και το αφήγημα ότι οι τιμές των ακινήτων δεν πέφτουν, ενισχύοντας τη συλλογική ευφορία και δημιουργώντας ένα περιβάλλον υπεραισιοδοξίας και ψευδών προσδοκιών. Στη συνέχεια, η προσαρμογή των τιμών ήταν απότομη, προκαλώντας αλυσιδωτές αντιδράσεις στην παγκόσμια οικονομία. Στην περίπτωση της GFC, αμφισβητήθηκε η ΕΜΗ, διότι οι ορθολογικοί επενδυτές δεν μπόρεσαν να εντοπίσουν εγκαίρως τους ενδεχόμενους κινδύνους και να τους εξαλείψουν μέσω του *arbitrage*. Αντιθέτως, η αγορά απέτυχε να επανέλθει σε ισορροπία σε εύλογο χρονικό διάστημα και η παρατεταμένη προσαρμογή στις νέες συνθήκες οδήγησε σε ένα ντόμινο επιπτώσεων σε παγκόσμια κλίματα. Το γεγονός αυτό ανέδειξε τις βαθιές αδυναμίες της ΕΜΗ και την ανάγκη κατανόησης και ενσωμάτωσης ψυχολογικών παραμέτρων στην πρόβλεψη των κινδύνων και των χρηματοοικονομικών κρίσεων (Shiller, 2003).

Ο Πίνακας 19.2 συνοψίζει τις κύριες διαφορές της ΕΜΗ και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 19.2 Κύριες διαφορές ΕΜΗ και Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Παράμετρος	Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών (ΕΜΗ)	Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική
Επενδυτής	Ορθολογικός, με πλήρη πληροφόρηση	Περιορισμένα ορθολογικός, επηρεαζόμενος από γνωστικές στρεβλώσεις και κοινωνικά/συναισθηματικά ερεθίσματα
Διαμόρφωση τιμών	Οι τιμές αντανακλούν τη διαθέσιμη πληροφορία	Οι τιμές αποκλίνουν λόγω ψυχολογικών και κοινωνικών παραγόντων
Αντίδραση σε νέα πληροφόρηση	Άμεση και ορθολογική	Καθυστερημένη ή υπερβολική
Προβλεψιμότητα αποδόσεων	Τυχαία (random walk)	Μερική προβλεψιμότητα, λόγω επαναλαμβανόμενων συμπεριφορικών μοτίβων
Ανωμαλίες αγοράς	Τυχαίες, σποραδικές	Συστηματικές, προβλέψιμες
Μεθοδολογική προσέγγιση	Βασισμένη σε μαθηματικά υποδείγματα	Βασισμένη σε πειραματικά δεδομένα και ψυχολογικές μελέτες

Ενώ λοιπόν η ΕΜΗ παραμένει χρήσιμη ως υπόδειγμα λειτουργίας μιας «ορθολογικής» αγοράς, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική μας επιτρέπει να κατανοήσουμε και να ερμηνεύσουμε τις μη ορθολογικές συμπεριφορές που οδηγούν σε ανωμαλίες και στρεβλώσεις στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Άσκηση 19.4

► Ποιες είναι οι διαφορές μεταξύ της ΕΜΗ και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής;

19.3 Βασικές Αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

19.3.1 Θεωρία Προοπτικής (Prospect Theory)

Οι Kahneman και Tversky (1979) ανέπτυξαν την λεγόμενη Θεωρία Προοπτικής, μια θεωρία που αποτελεί έναν από τους κεντρικούς πυλώνες της Συμπεριφορικής

Χρηματοοικονομικής. Η ίδια εξηγεί πως οι αποφάσεις των ανθρώπων ταλαντεύονται ιδιαίτερα σε καταστάσεις όπου η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος κυριαρχούν. Βασικό σημείο της είναι ότι τα άτομα δεν αντιλαμβάνονται τις οικονομικές προοπτικές ως τελικές καταστάσεις πλούτου ή ευημερίας αλλά με βάση το πώς αντιλαμβάνονται τα κέρδη και τις ζημίες σε σχέση με ένα συγκεκριμένο σημείο αναφοράς.

Η επενδυτική απόφαση περνάει μάλιστα μέσα από δύο διακριτές φάσεις. Ποιες είναι οι φάσεις αυτές; Η πρώτη φάση, γνωστή ως η φάση της επεξεργασίας είναι αυτή στην οποία πραγματοποιείται μια αρχική επεξεργασία και ένα πρώτο ξεκαθάρισμα των εναλλακτικών διαθέσιμων προοπτικών. Στη συνέχεια, στην δεύτερη φάση, οι προοπτικές που έχουν αρχικά περάσει από μια πρώτη επεξεργασία και έχει γίνει ένα πρώτο ξεκαθάρισμα, αξιολογούνται και επιλέγεται αυτή η προοπτική που κρίνεται ως αυτή που θα φέρει την μεγαλύτερη αξία.

Πάμε να δούμε παρακάτω τα βήματα των φάσεων επεξεργασίας και αξιολόγησης.

1. Φάση Επεξεργασίας (Βήματα):

- i. **Κωδικοποίηση (Coding):** Στην πρώτη φάση της επεξεργασίας οι προοπτικές ξεκαθαρίζονται και στη συνέχεια κατηγοριοποιούνται σε αυτές που αποδίδουν κέρδη και σε αυτές που αποδίδουν ζημίες. Η κατηγοριοποίηση γίνεται σε σύγκριση με ένα σημείο αναφοράς που είναι συχνά η τρέχουσα κατάσταση (status quo). Η κατηγοριοποίηση αυτή μετατρέπει τις προοπτικές από απόλυτες σε σχετικές μεταβολές σε σχέση με το αναμενόμενο αποτέλεσμα.
- ii. **Συνδυασμός (Combination):** Πιθανές εκβάσεις προοπτικών με την ίδια αξία ή παρόμοια συνδυάζονται με σκοπό την μείωση της πολυπλοκότητας.
- iii. **Διαχωρισμός (Segregation):** Διακρίνονται τα σίγουρα μέρη μιας προοπτικής από τα αβέβαια, πιο απίθανα να συμβούν, με σκοπό την απομόνωση του σίγουρου κέρδους από το αβέβαιο κέρδος ή αλλιώς την ζημία. Χαρακτηριστικό είναι ότι οι προοπτικές που αναμένεται να φέρουν σίγουρο κέρδος έχουν μεγαλύτερη συναισθηματική βαρύτητα.
- iv. **Ακύρωση (Cancellation):** Αφαιρούνται τα κοινά χαρακτηριστικά των εναλλακτικών προοπτικών, ώστε να παραμείνουν τα σημεία διαφοροποίησης που επηρεάζουν την τελική απόφαση. Ένα παράδειγμα δύο εναλλακτικών προοπτικών: (i) Επενδυτής προβαίνει σε επένδυση 10 € η οποία έχει πιθανότητα κέρδους 150 €, (ii) Επενδυτής προβαίνει σε επένδυση 10 € αλλά τώρα πια με πιθανότητα κέρδους 200 €. Σε αυτή την περίπτωση το κοινό κόστος των 10 € αγνοείται συγκρίνοντας μόνο τα αναμενόμενα κέρδη.
- v. **Απλοποίηση (Simplification):** Περαιτέρω απλοποίηση των προοπτικών μέσω της στρογγυλοποίησης των πιθανοτήτων αγνοώντας μικρές διαφορές. Ο ανθρώπινος εγκέφαλος βασίζεται σε απλούστερα νοητικά μοντέλα, επομένως τείνει να στρογγυλοποιεί αριθμούς ή πιθανότητες σε ακραίες τιμές

(για παράδειγμα, μια πιθανότητα 48% να συμβεί ένα πιθανό κέρδος/μια πιθανή ζημία, την αντιλαμβάνεται ως 50% πιθανότητα να συμβεί η ίδια έκβαση).

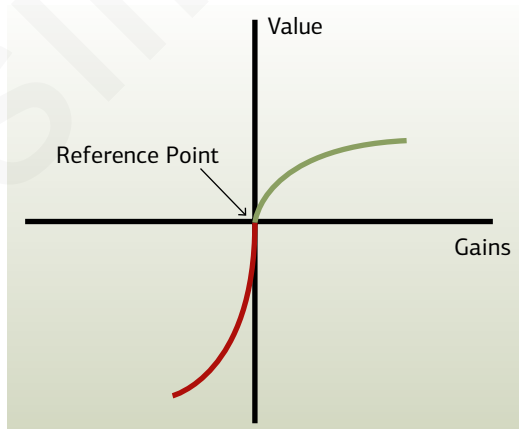
vi. Ανίχνευση κυριαρχίας (Detection of Dominance): Σε αυτό το βήμα και αφού έχει γίνει ένα ξεκαθάρισμα των προοπτικών, απορρίπτονται οι προοπτικές που είναι αναμφισβήτητα χειρότερες από άλλες.

2. Φάση Αξιολόγησης:

- Επιλογή της προοπτικής που αποδίδει τη μεγαλύτερη αξία, με βάση την ανάλυση της πρώτης φάσης.

Στο δεύτερο στάδιο λαμβάνεται η τελική απόφαση, με βάση τις αξιολογήσεις των προοπτικών που πραγματοποιήθηκαν στη φάση επεξεργασίας. Ο επενδυτής αξιολογεί την πιθανότητα κάθε αποτελέσματος και παράλληλα με την δική του αντίληψη και την επιθυμία του για την πραγματοποίηση της κάθε εναλλακτικής. Η Θεωρία της Προοπτικής αναδεικνύει ότι ιδιαίτερα σε περιβάλλοντα υψηλής αβεβαιότητας, οι αποφάσεις που λαμβάνονται είναι αποτέλεσμα μη ορθολογικής συμπεριφοράς.

Όπως προαναφέρθηκε, σύμφωνα με τη Θεωρία Προοπτικής, τα άτομα αξιολογούν τα αποτελέσματα ως μεταβολές σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς (πρώτο στάδιο επεξεργασίας). Η συνάρτηση αξίας έχει κοίλο σχήμα για τα κέρδη και κυρτό για τις ζημίες (καμπύλη σχήματος τύπου “S”) (**Σχήμα 19.1**), κάτι που υποδουλώνει ότι είναι πιο επιφυλακτικοί όταν εξασφαλίζουν κέρδη, αλλά μετατρέπονται σε ριψοκίνδυνους «παίχτες» ώστε να αποφύγουν τις απώλειες. Επιπλέον, είναι χαρακτηριστικό ότι όσο αυξάνονται τα κέρδη ή οι ζημίες, τόσο μειώνεται η αξία που αποδίδεται σε κάθε επιπλέον μονάδα. Ακόμη, οι ζημίες γίνονται αντιληπτές από τους ανθρώπους εντονότερα απ’ ό,τι τα εκάστοτε ισόποσα κέρδη (Kahneman και Tversky, 1979).



ΣΧΗΜΑ 19.1 Γραφική απεικόνιση της Θεωρίας Προοπτικής, σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1979). Πηγή: Chen και Liang (2007)

Οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τις απώλειες ως εντονότερη ψυχολογική πίεση καθώς η πράξη της πώλησης θα σήμαινε την αναγνώριση της ζημίας. Το συμπεριφορικό αυτό φαινόμενο, κατά το οποίο οι επενδυτές διστάζουν ή αρνούνται να ρευστοποιήσουν ζημιογόνες θέσεις, περιγράφεται από τους Shefrin και Statman (1985) ως αποστροφή στη ζημία (loss aversion), και αποτελεί κεντρικό στοιχείο της Θεωρίας Προοπτικής. Η αποστροφή στη ζημία εξηγεί γιατί οι επενδυτές συχνά επιλέγουν να διατηρούν ζημιογόνες ή επισφαλείς επενδύσεις για παρατεταμένα χρονικά διαστήματα, με την ελπίδα ότι θα ανακάμψουν, οδηγώντας σε παράλογες ή ζημιογόνες επενδυτικές αποφάσεις.

Άσκηση 19.5

► Τι γνωρίζετε για την Θεωρία Προοπτικής (Prospect Theory); Δώστε μια σύνοψη απάντησης.

19.3.2 Ευριστικοί Κανόνες (Heuristics)

Οι ευριστικοί κανόνες είναι απλοποιητικές στρατηγικές σκέψης που χρησιμοποιούν οι άνθρωποι για να μειώσουν την πολυπλοκότητα και να πάρουν γρήγορες αποφάσεις ιδιαίτερα σε περιβάλλοντος υψηλής αβεβαιότητας. Παρότι μειώνουν τον γνωστικό φόρτο και επιταχύνουν τη διαδικασία εκτίμησης καταστάσεων, η εφαρμογή τους συχνά οδηγεί σε συστηματικές γνωστικές μεροληψίες και επενδυτικά σφάλματα. Στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, οι κανόνες αυτοί παίζουν καθοριστικό ρόλο στην ερμηνεία των αποκλίσεων από τις προβλέψεις των ορθολογικών υποδειγμάτων. Ας δούμε παρακάτω τους βασικότερους τύπους ευριστικών κανόνων:

Αποστροφή στη Ζημία (Loss Aversion)

Όπως προαναφέρθηκε, η αποστροφή στη ζημία είναι μια θεμελιώδης αρχή της Θεωρίας Προοπτικής (Prospect Theory) των Kahneman και Tversky (1979) και υποδηλώνει ότι οι άνθρωποι αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις απώλειες απ' ό,τι σε ισοδύναμα κέρδη. Οι επενδυτές με άλλα λόγια τείνουν να αποφεύγουν το ψυχολογικό κόστος της «ήττας», ακόμα κι όταν οι πιθανότητες ανάκαμψης είναι χαμηλές, επιβαρύνοντας έτσι την απόδοση των χαρτοφυλακίων τους. Ως συνέπεια οδηγούμαστε σε επενδυτικές στρεβλώσεις, όπως η υπερβολική διακράτηση ζημιογόνων τίτλων και η πρόωρη πώληση κερδοφόρων επενδύσεων (Αποτέλεσμα προδιάθεσης: disposition effect) (Shefrin και Statman, 1985).

Νοντική Λογιστική (Mental Accounting)

Η νοντική λογιστική, όπως προτάθηκε από τους Thaler (1985) και Shefrin και Statman (1994), είναι η τάση των ανθρώπων (επενδυτών στην προκειμένη), να τοποθετούν συγκεκριμένους κινδύνους σε διαφορετικούς νοντικούς