

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**ΑΓΕΛΑΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΓΕΡΜΑΝΙΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ
ΚΡΙΣΗΣ (2007-2016)**

ΠΑΝΟΥΛΗ ΑΓΓΕΛΙΚΗ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Νοέμβριος, 2017 }

**Εγκρίνουμε την εργασία της
ΠΑΝΟΥΛΗ ΑΓΓΕΛΙΚΗΣ**

ΤΣΕΚΡΕΚΟΣ ΑΝΔΡΙΑΝΟΣ

ΣΠΥΡΟΥ ΣΠΥΡΙΔΩΝ

ΚΑΒΟΥΣΑΝΟΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

8 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ, 2017

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΠΑΝΟΥΛΗ ΑΓΓΕΛΙΚΗ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ	7
1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ	7
1.2 Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΩΣ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ.....	8
1.3 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΟΥ ΑΣΚΗΘΗΚΕ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ	11
2. ΕΥΡΙΣΤΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ.....	13
3. ΑΓΕΛΑΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ.....	15
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	15
3.2 ΟΡΙΣΜΟΙ	18
3.3 ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΚΑΙ ΜΗ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΑΓΕΛΑΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ	19
3.4 ΛΟΓΟΙ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ	24
3.5 ΠΟΤΕ ΕΜΦΑΝΙΖΕΤΑΙ	25
4. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	27
4.1. Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2007.....	27
4.2 ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΟΔΗΓΗΣΑΝ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	28
4.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	32
4.4 ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	33
4.4.1 ΕΝΔΟΓΕΝΕΙΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	34
4.4.2 ΕΞΩΓΕΝΕΙΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	36
4.4.3 ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ	38
5. ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ	41
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	41
5.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	41
5.3 ΔΕΔΟΜΕΝΑ	44
5.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	48
5.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	52
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ	53
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ	59
ΙΣΤΟΤΟΠΟΙ	60

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance) και πιο συγκεκριμένα ενός ευρυστικού κανόνας της, της αγελαίας συμπεριφοράς και των Χρηματιστηρίων Αξιών της Αθήνας και της Φρανκφούρτης. Λόγω του ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας καινούριος σχετικά κλάδος της οικονομικής επιστήμης, στο πρώτο κεφάλαιο θεωρήθηκε σωστό να γίνει αρχικά μια αναφορά στο τι είναι, σε ποιες επιστήμες βασίζεται, καθώς και στην κριτική που ασκήθηκε σε εκείνη.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, ακολουθεί μια περιγραφή της αγελαίας συμπεριφοράς (Herding) που αποτελεί ένα από τα κυριότερα συμπεριφορικά σφάλματα που έχουν παρατηρηθεί και ερευνηθεί. Σε εκείνο το σημείο, γίνεται και η διάκριση μεταξύ της ορθολογικής και της μη ορθολογικής αγελαίας συμπεριφοράς, καθώς και μεταξύ της σκόπιμης και της πλασματικής συμπεριφοράς της αγέλης.

Στο τρίτο κεφάλαιο, γίνεται μια ανάλυση του πώς ξεκίνησε η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση του 2007 που έχει πλήξει όλο τον κόσμο. Επίσης, περιγράφονται τα αίτια και τα κίνητρά της.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται το χρονικό της κρίσης στην Ελλάδα, καθώς και οι συνέπειές της όσον αφορά στην ελληνική οικονομία.

Τέλος, η εμπειρική μελέτη επικεντρώνεται στη διερεύνηση της ύπαρξης αγελαίας συμπεριφοράς στο Χρηματιστήριο Αξιών της Αθήνας και στο Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης, κατά την χρονική περίοδο 1/1/2007- 31/12/2016. Για να γίνει η εξέταση του φαινομένου της αγέλης χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της διαστρωματικής τυπικής απόκλισης των μετοχών και της διαστρωματικής μέσης απόλυτης απόκλισης των Christie and Huang (1995). Με την μέθοδο της παλινδρόμησης, αντλήθηκαν χρήσιμες πληροφορίες, οι οποίες βοήθησαν στη διερεύνηση του φαινομένου της αγέλης και στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική μελετά το πώς οι ψυχολογικοί παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις των ατόμων, των αγορών και των επιχειρήσεων. Μια από τις πιο στοιχειώδης υποθέσεις των συμβατικών οικονομικών και της χρηματοοικονομικής είναι ότι οι επενδυτές ενεργούν ορθολογικά με σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους τους. Σύμφωνα με τα συμβατικά οικονομικά, τα συναισθήματα δεν επηρεάζουν τη λήψη των οικονομικών αποφάσεων που παίρνουν τα άτομα.

Ωστόσο, αυτή η υπόθεση δεν αντανακλά τον τρόπο με τον οποίο συμπεριφέρονται τα άτομα στον πραγματικό κόσμο. Είναι γεγονός πως σε περιόδους που παρατηρούνται σημαντικές μεταβολές στην οικονομία, η ψυχολογία της αγέλης κάνει έντονη την εμφάνισή της (Rabin, 2000). Είναι φανερό πως η οικονομική κρίση των στεγαστικών δανείων που ξέσπασε το 2007 στις ΗΠΑ οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών. Αρχικά, οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης (Moody's, Fitch, Standard and Poor's) έριξαν κατακόρυφα την βαθμολογία των επενδυτικών προϊόντων που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια, κάτι που προκάλεσε πανικό στις αγορές. Στη συνέχεια επενδυτικά κεφάλαια, επενδυτικές τράπεζες, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συνταξιοδοτικά κεφάλαια και επενδυτές προσπάθησαν ταυτόχρονα να ξεφορτωθούν από τα χαρτοφυλάκια τους αυτά τα προϊόντα, προκαλώντας κραχ στις αγορές. Έτσι, οδήγησαν αρκετές τράπεζες και εταιρίες σε πτώχευση. Αυτή ήταν μόνο η αρχή ενός ντόμινο που ξεκίνησε το 2007 από τις Η.Π.Α. και δεν έχει σταματήσει μέχρι και σήμερα.

1.ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών είναι εκείνη που επικρατεί στην κλασσική οικονομική θεωρία και σύμφωνα με αυτήν, οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και παίρνουν τις αποφάσεις τους με στόχο τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους. Όπως είναι γνωστό, η υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή δεν λαμβάνει υπ' όψιν τα ανθρώπινα συναισθήματα. Αν παρατηρήσουμε τη συμπεριφορά των περισσότερων επενδυτών, θα διαπιστώσουμε πως δεν συναντάται συχνά η μορφή του ορθολογικού επενδυτή, με τον τρόπο που περιγράφεται και δίνεται σύμφωνα με την οικονομική θεωρία. Αυτό συμβαίνει γιατί όπως έχει παρατηρηθεί, υπάρχουν κάποια χαρακτηριστικά και συμπεριφορές που δείχνουν αυτή τη διαφορετικότητα στη συμπεριφορά των επενδυτών, όπως η έλλειψη ικανότητας της ανάλυση και επεξεργασίας των οικονομικών στοιχείων, της επίλυσης σχετικά δύσκολων προβλημάτων και της πραγματοποίησης διαφόρων πραγμάτων ταυτόχρονα (multitasking). Έτσι άρχισε σταδιακά να υπολογίζεται η συμβολή της ψυχολογίας και οι ερμηνείες που δίνονται σε θέματα λήψης οικονομικών αποφάσεων από τους επενδυτές, αλλά και γενικότερα από επαγγελματίες και επιχειρήσεις.

Τα τελευταία χρόνια, έχει ξεκινήσει μια προσπάθεια από την πλευρά των ψυχολόγων, προκειμένου να εντοπίσουν και να καταγράψουν όλα τα προβλήματα που έχουν προκύψει από τις υποθέσεις των αποτελεσματικών αγορών και του ορθολογικού επενδυτή. Σύμφωνα με αυτούς, ο ορθολογικός επενδυτής δεν υπάρχει, καθώς, έχουν εντοπιστεί μια σειρά από σφάλματα και αδυναμίες των ανθρώπων τα οποία τους οδηγούν σε διαφορετικές αποφάσεις, από εκείνες που θα έπρεπε να λάβουν βασιζόμενοι στα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Διάφοροι ερευνητές, όπως για παράδειγμα η ψυχολόγος Lola Lopes (1987), κατέληξαν στο συμπέρασμα πως τα συναισθήματα καθορίζουν τη στάση του επενδυτή για την ανάληψη (risk seeking) ή την αποφυγή του κινδύνου (risk averse), όπως είναι ο φόβος για τη ζημιά ή η ελπίδα για το καλύτερο αποτέλεσμα της επένδυσης. Το 1961, οι Merton Miller και Franco Modigliani στο πλέον γνωστό άρθρο τους για τη μερισματική πολιτική, χαρακτήρισαν ως ορθολογικούς επενδυτές εκείνους τους οποίους επιλέγουν τον

περισσότερο πλούτο και παραμένουν αδιάφοροι εάν ο πλούτος αυτός έχει τη μορφή σταδιακών χρηματικών εισροών ή μονομιάς αύξησης του κεφαλαίου τους. Δηλαδή, ως βασικός στόχος του ορθολογικού επενδυτή, εμφανίζεται η αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του στο πλαίσιο του κινδύνου που έχει αναλάβει. Όπως γίνεται αντιληπτό λοιπόν, ως κύριος στόχος του φυσιολογικού ανθρώπου παρουσιάζεται η αύξηση του πλούτου και η αποφυγή της ζημιάς, η αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης της επένδυσής του και η κοινωνική καταξίωση μέσα από την οικονομική άνεση που διαθέτει.

1.2 Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΩΣ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ

Όπως έχει αποδειχθεί, οι τιμές στις αγορές επηρεάζονται και διαμορφώνονται πέρα από την ορθολογική - οικονομική σκέψη του επενδυτή, πράγμα που αντιτίθεται στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) είναι ένας νέος σχετικά κλάδος της οικονομικής επιστήμης, η οποία έχει ως στόχο να εξετάσει τους παράγοντες εκείνους που εμφανίζονται σαν εμπόδια στον επενδυτή και τον οδηγούν στο να προχωρήσει στη λήψη μιας μη ορθολογικής επενδυτικής απόφασης, χωρίς να κάνει χρήση των οικονομικών αναλύσεων και εργαλείων. Σύμφωνα με τους Barberis και Shleifer, « Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ως επιστήμη θεωρείται μια συνδυαστική εφαρμογή η οποία βασίζεται σε άλλες όχι συγγενείς επιστήμες όπως είναι η κοινωνιολογία, η ψυχολογία και η χρηματοοικονομική» (Barberis και Shleifer, 1998). Οι τρεις παραπάνω επιστημονικοί κλάδοι ορίζονται ως εξής (Ricciardi & Simon, 2000):

- Κοινωνιολογία : Είναι η συστηματική μελέτη της κοινωνικής συμπεριφοράς των ατόμων και των ομάδων. Εστιάζει κυρίως στην επιρροή της συμπεριφοράς των ατόμων από τις κοινωνικές τους σχέσεις.
- Ψυχολογία : Είναι ο επιστημονικός κλάδος που μελετά τη συμπεριφορά και τις διανοητικές διεργασίες, εξετάζοντας πως αυτές επηρεάζονται από τη φυσική,

νοητική κατάσταση των ατόμων καθώς επίσης και από το εξωτερικό τους περιβάλλον.

- Χρηματοοικονομική : Είναι ο επιστημονικός κλάδος που ασχολείται με τον καθορισμό αξίας και τη λήψη αποφάσεων

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει σαν σκοπό όχι μόνο να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις που έχει η ψυχολογία των επενδυτών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις, αλλά και να βοηθήσει στο να γίνει αντιληπτό πως η ανθρώπινη συμπεριφορά μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοοικονομικές κρίσεις (Φίλιππας, 2010). Όπως είδαμε λοιπόν, οι επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνουν όσοι συμμετέχουν στις χρηματοοικονομικές αγορές δεν είναι πάντα ορθολογικές, αλλά επηρεάζονται από την προσωπική και την γενική ψυχολογία που επικρατεί στην αγορά και όποια απόκλιση παρουσιάζεται στις τιμές, σε σχέση με τις θεωρητικές, οφείλεται σε περιορισμούς και σφάλματα στην κρίση των επενδυτών.

Συμπερασματικά, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί τον κλάδο των χρηματοοικονομικών που προσπαθεί να εξηγήσει φαινόμενα ανθρώπινων συμπεριφορών που παρατηρούνται στις αγορές, τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή με βάση την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασσικά μοντέλα περί μεγιστοποίησης χρησιμότητας. Τα φαινόμενα αυτά ορίζονται ως ανωμαλίες της αγοράς και η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προτείνει εναλλακτικές εξηγήσεις και θεωρίες ώστε να γίνει πιο κατανοητή η ψυχολογία και πώς αυτή επηρεάζει τη λήψη αποφάσεων. Αυτές οι ανωμαλίες, οι οποίες δημιουργούνται από την υποαντίδραση ή την υπεραντιδράση των επενδυτών σε νέα πληροφορία, πιστεύεται ότι είναι η αιτία πίσω από τις απότομες κινήσεις της αγοράς και μπορούν σε κάποιες περιπτώσεις να δημιουργήσουν χρηματιστηριακές φούσκες ή πανικό οδηγώντας την αγορά σε ένα χρηματιστηριακό κραχ.

Η εμφάνιση των χρηματοοικονομικών κρίσεων τα τελευταία χρόνια, η πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και η πιθανότητα αποσταθεροποίησης των αγορών παρουσιάζονται ως οι τρεις πιο σημαντικοί λόγοι που έχουν αναδείξει την σπουδαιότητα της ψυχολογίας στη διαμόρφωση του οικονομικού και χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Είναι πλέον προφανές ότι, οι αγορές είναι απρόβλεπτες καθώς

κατευθύνονται από το συναίσθημα και άλλους ανθρώπινους παράγοντες πράγμα που γίνεται αντιληπτό αν σκεφτεί κανείς τη φούσκα της τουλίπας στην Ολλανδία το 1637 , τη φούσκα των σιδηροδρόμων από το 1860 έως το 1873, την χρηματοπιστωτική κρίση στις ΗΠΑ το 1929, τη φούσκα των ηλεκτρονικών υπολογιστών από το 1980 έως το 1984, τη φούσκα του ελληνικού χρηματιστηρίου το 1999, την κρίση της Αργεντινής το 2001 και την χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 2007-2008.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει αναπτύξει συγκεκριμένες θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν τις μεροληπτικές (biased) συμπεριφορές των επενδυτών. Σύμφωνα με τον Tversky και τον Kahneman (1974), ο ανθρώπινος εγκέφαλος δεν μπορεί να επεξεργαστεί πολύπλοκες ή και αντικρουόμενες πληροφορίες. Γι' αυτό το λόγο, οι επενδυτές υιοθετούν κάποιους συγκεκριμένους ευριστικούς κανόνες (heuristics), έχοντας ως αποτέλεσμα να μην λαμβάνονται οι καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις. Ανάλογα λοιπόν, με τον τρόπο που παρουσιάζεται ή πλαισιώνεται ένα πρόβλημα καλούνται να το λύσουν (framing). Ο όρος ευριστικός προκύπτει από την ελληνική λέξη 'ευρίσκω' (eureka) και αναφέρεται στην διαδικασία με την οποία τα άτομα μαθαίνουν να κάνουν κάποια πράγματα, μέσα από την εμπειρία και τα λάθη τους, χωρίς όμως οι πρακτικοί κανόνες που δημιουργούνται να δίνουν πάντα τις καλύτερες λύσεις όταν εφαρμόζονται σε έναν αριθμό προβλημάτων (Shefrin, 2000). Ουσιαστικά, οι ευριστικοί κανόνες βοηθούν στην γρήγορη λήψη αποφάσεων σε σύνθετα προβλήματα με ελλιπή πληροφόρηση και οδηγούν συχνά σε ευριστικά σφάλματα. Τα σφάλματα αυτά είναι εξαιρετικά δύσκολο να αντιμετωπιστούν καθώς οι υπολογιστικές εγκεφαλικές διαδικασίες που αναπτύχθηκαν χιλιάδες χρόνια πριν, κατά την διάρκεια της ανθρώπινης εξέλιξης και χρησιμοποιούνται στη χρήση των ευριστικών κανόνων, μπορούν να χαρακτηριστούν ως σύμφυτες με την ανθρώπινη ύπαρξη (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008).

Τέλος, θα πρέπει να υπογραμμιστεί πως τα ευριστικά σφάλματα μπορούν να οδηγήσουν σε αναποτελεσματικές αγορές, στις οποίες δραστηριοποιούνται μη ορθολογικοί επενδυτές και παρουσιάζονται φαινόμενα που κανονικά δεν θα έπρεπε να παρατηρούνται , όπως η εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage).

1.3 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΟΥ ΑΣΚΗΘΗΚΕ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Όπως ήταν αναμενόμενο, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας κλάδος που εξακολουθεί να αμφισβητείται. Παρ' ό,τι το ερευνητικό έργο και η συμβολή της στην οικονομική επιστήμη δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση, εξακολουθεί να δέχεται κριτική και να υπογραμμίζεται πως στην ουσία κάνει μια απλή καταγραφή των ανωμαλιών της αγοράς, οι οποίες θα μπορούσαν να οφείλονται σε κάποιους τυχαίους παράγοντες. Οι υποστηρικτές της ορθολογικής σκέψης υποστηρίζουν ότι στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, πολλά χρηματοοικονομικά φαινόμενα ερμηνεύονται με την βοήθεια ψυχολογικών μεταβλητών και όχι χρησιμοποιώντας κάποιο ισχυρό και ολοκληρωμένο σύστημα ερμηνείας το οποίο βασίζεται στην οικονομική θεωρία. Οι δύο κυριότερες απόψεις που αποτέλεσαν τη βάση κατά της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, διατυπώθηκαν από τους μεγάλους οικονομολόγους τους Friedman και Fama. Αρχικά, ο Friedman το 1953, εξέφρασε την άποψη ότι: «Οι θεωρίες δεν πρέπει να αξιολογούνται με βάση τις υποθέσεις τους, αλλά με βάση τα αποτελέσματα που έχουν». Αργότερα, ο Fama σε συνεργασία με τον Friedman υποστήριξαν σθεναρά πως: «Δεδομένου του arbitrage, οι μη ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να αποβάλλονται από την αγορά» (Fama, 1970). Οι απόψεις αυτές έρχονται σε αντίθεση με όσα υποστηρίζει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αναφέροντας πως οι μη ορθολογικοί επενδυτές δεν έχουν την ικανότητα να επηρεάσουν ολόκληρη την αγορά, γιατί είναι πάντα οι πιο λίγοι. Υποστηρίζουν πως όλοι οι έμπειροι επενδυτές δεν επενδύουν αν δεν κάνουν πρώτα την έρευνά τους και αν δεν ακολουθήσουν μία ορθολογική πορεία, παρακινούμενοι πάντα από ορθολογικά οικονομικά και χρηματοοικονομικά κριτήρια που έχουν συλλέξει. Ακόμα, υποστηρίζουν πως το να ασχολείται κανείς με το συναίσθημα και πώς αυτό επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επενδυτών, δεν είναι ουσιώδες γιατί δεν είναι σε θέση να θέσει σε κίνδυνο την αγορά. Ένας μεγάλος επικριτής του συγκεκριμένου κλάδου, είναι ο Hirshleifer, ο οποίος το 2001, υποστήριξε ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι μια προσέγγιση, η οποία σχεδιάζει εκ των υστέρων τα συμπεριφορικά υποδείγματα και με αυτόν τον τρόπο ερμηνεύει αυθαίρετα τις παρατηρούμενες συμπεριφορές, βασιζόμενη στις

ψυχολογικές προκαταλήψεις των συμμετεχόντων στις αγορές. Επιπροσθέτως, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, μια έντονη κριτική που ασκήθηκε στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, βασίζεται στην έλλειψη ευκαιριών arbitrage λόγω των στρεβλώσεων που προκαλούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές στην αγορά. Όπως είναι γνωστό, το arbitrage κρύβει πολλούς κινδύνους και κόστη (Barberis and Thaler, 2003). Η παρουσία των μη ορθολογικών επενδυτών μπορεί να δημιουργήσει «θόρυβο» στην αγορά με απόρροια την αναίτια πίεση των τιμών των μετοχών, οι οποίες είναι ήδη υποτιμημένες, προς τα κάτω. Στην προκειμένη περίπτωση, οι επενδυτές προβαίνουν σε άμεση εκκαθάριση χαρτοφυλακίων με αποτέλεσμα να παραχθούν ζημιές στις θέσεις τους. Τέλος, ακόμα μια κριτική που δέχεται η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αφορά στις πολλαπλές παλινδρομήσεις που κάνουν οι ερευνητές οι οποίοι έχουν σαν στόχο να εντοπίσουν τυχόν αποκλίσεις. Σύμφωνα με τους επικριτές, είναι αναμενόμενο μετά από την διενέργεια τόσο πολλών παλινδρομήσεων να εντοπιστούν στην τελική και κάποιες αποκλίσεις. Ο Subrahmanyam το 2007, κατέληξε στο συμπέρασμα πως τα εμπειρικά ευρήματα των συμπεριφορικών ερευνών έχουν επανειλημμένως επιβεβαιωθεί από έρευνες που έχουν γίνει από πολλούς και αξιόλογους οικονομολόγους, τόσο διαχρονικά όσο και διαστρωματικά σε διάφορες χώρες. Άλλωστε δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική κέντρισε το ενδιαφέρον πολλών και σπουδαίων οικονομολόγων στα λίγα χρόνια παρουσίας του κλάδου, οι οποίοι μάλιστα κατέληξαν σε πολύ χρήσιμα συμπεράσματα.

2. ΕΥΡΙΣΤΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι ευριστικοί κανόνες (heuristics) είναι μηχανικές και μη ορθολογικές αποφάσεις που λαμβάνει ο άνθρωπος για διάφορα θέματα και θέτονται σε εφαρμογή όταν το άτομο καλείται να λύσει διάφορα και περίπλοκα προβλήματα χρησιμοποιώντας είτε την εμπειρία είτε τα βιώματα που έχει έως εκείνη τη στιγμή. Δηλαδή, οι άνθρωποι λειτουργούν κατά κύριο λόγο βασιζόμενοι στην εμπειρία τους από το παρελθόν. Ένα πάρα πολύ σύνθημα γεγονός, αποτελεί η μη επαρκής πληροφόρηση για ορισμένα θέματα πάνω στα οποία το άτομο καλείται να πάρει αποφάσεις με αποτέλεσμα να οδηγείται σε λανθασμένες επιλογές. Ως ευριστικοί κανόνες λοιπόν, ορίζονται οι εμπειρικοί τρόποι που χρησιμοποιούνται από τους ανθρώπους, ώστε να δοθεί άμεσα μια λύση σε σχετικά δύσκολα προβλήματα, για τα οποία δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση. Σύμφωνα με τους Ramiaha, Xub και Moosac (Vikash Ramiaha, Xiaoming Xub and Imad A. Moosac, 2015), τα άτομα αρκετές φορές παίρνουν συγκεκριμένες αποφάσεις χωρίς να είναι απολύτως βέβαιοι για το αν είναι οι ορθότερες και ανάλογα με το αποτέλεσμα, αποκτούν εμπειρία την οποία είτε θα την υιοθετήσουν και θα την χρησιμοποιήσουν και πάλι στο μέλλον εφόσον οδήγησε σε θετικό αποτέλεσμα, είτε θα την αποφύγουν και δεν θα την επαναλάβουν, καθώς δεν απέφερε τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Όπως έχει διατυπώσει και ο Σπύρου το 2009, στην ψυχολογία οι ευριστικοί κανόνες είναι απλοί προσεγγιστικοί κανόνες (rules of thumb), οι οποίοι χρησιμοποιούνται ώστε να δείξουν με ποιο τρόπο τα άτομα καταφέρνουν να πάρουν αποφάσεις και να λύνουν περίπλοκα προβλήματα όταν έχουν ελλιπή πληροφόρηση. Βέβαια, αν αυτοί οι κανόνες δεν χρησιμοποιηθούν ορθά, θα οδηγήσουν σε σφάλματα. Στην προκειμένη περίπτωση, ο κίνδυνος που υπάρχει είναι ότι οι άνθρωποι πολλές φορές χρησιμοποιούν τους ίδιους ευριστικούς κανόνες με αποτέλεσμα να κάνουν τα ίδια σφάλματα αγοράς. Επειδή λοιπόν οι ανθρώπινες επιλογές έχουν επαναλαμβανόμενο χαρακτήρα, οι ευριστικοί κανόνες πιστεύεται πως περιέχουν κάποια στοιχεία προκατάληψης και στερεοτύπων. Σύμφωνα με τον Shefrin (Shefrin, 2000), οι άνθρωποι αποκτούν την εμπειρία όχι μόνο μέσα από την πράξη, αλλά και από τα λάθη στα οποία οδηγούνται, χωρίς όμως οι κανόνες που δημιουργούνται να αποτελούν κάθε φορά την καλύτερη ή αποτελεσματικότερη λύση και επιλογή για τα επόμενα ζητήματα τα οποία θα πρέπει να αντιμετωπίσουν και για τα οποία

θα πρέπει να λάβουν αποφάσεις. Αυτό σημαίνει ότι εάν οι ευριστικοί κανόνες δεν υιοθετηθούν και εφαρμοστούν με τον σωστό τρόπο, τότε το άτομο θα οδηγηθεί σε λανθασμένες αποφάσεις και επομένως όχι στο επιθυμητό αποτέλεσμα. Ακόμα, πρέπει να αναφερθεί ότι, πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν πως τα σφάλματα που ενδέχεται να προκύψουν από την εφαρμογή των ευριστικών κανόνων, είναι ανεξάρτητα μεταξύ τους με συνέπεια κάποια στιγμή στο μέλλον να έχουν εξαλειφθεί τελείως. Όμως, οι άνθρωποι χρησιμοποιούν στις πιο πολλές περιπτώσεις τους ίδιους ευριστικούς κανόνες και αυτό έχει ως απόρροια την συστηματική επανάληψη των ίδιων σφαλμάτων. Η εξήγηση για τη συγκεκριμένη συμπεριφορά, δίνεται από τους ερευνητές. Εξ' αιτίας της έλλειψης του διαθέσιμου χρόνου, της διαθέσιμης μνήμης, των γνωστικών ικανοτήτων αλλά και της δυνατότητας αξιολόγησης και επεξεργασίας των πληροφοριών, ο ανθρώπινος εγκέφαλος έχει διαμορφωθεί έτσι ώστε να μπορεί να εφαρμόζει τους ευριστικούς-εμπειρικούς κανόνες για να επιλύσει διάφορα ζητήματα που έχουν προκύψει ξανά στο παρελθόν.

Στην παρακάτω ενότητα θα παρουσιαστεί η αγελαία συμπεριφορά (Herding), ένας από τους βασικότερους ευριστικούς κανόνες, η οποία επηρεάζει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων.

3. ΑΓΕΛΑΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, όπως προαναφέρθηκε, εξετάζει το πως οι επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζονται από την ατομική και κοινωνική ψυχολογία των επενδυτών. Ένα πολύ σημαντικό, αν όχι το σημαντικότερο, συμπεριφορικό σφάλμα των επενδυτών και των επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων το οποίο έχει παρατηρηθεί από τη μελέτη των διεθνών κεφαλαιαγορών, είναι η αγελαία συμπεριφορά και μπορεί να ορισθεί ως ο τρόπος που δραστηριοποιείται και συμπεριφέρεται μια συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών, χωρίς να έχει κάποια προγραμματισμένη κατεύθυνση, σαν αγέλη, μιμούμενη συμπεριφορές άλλων επενδυτών στις αγορές (Hirshleifer & Teoh, 2003). Ένα αρκετά σύνηθες φαινόμενο στα χρηματοοικονομικά, είναι οι περιπτώσεις στις οποίες πολλοί επενδυτές στρέφονται χωρίς κάποιον ιδιαίτερο λόγο, προς συγκεκριμένες επενδύσεις κατά την ίδια χρονική περίοδο, απλά και μόνο βασιζόμενοι στο γεγονός πως ένας σημαντικός αριθμός traders έδειξε ενδιαφέρον γι' αυτές τις επενδύσεις (Hachicha, Bourj and Chakroun, 2008).

Η αγελαία συμπεριφορά αναπτύχθηκε μέσα από την εξελικτική πορεία του ανθρώπου, ταυτόχρονα με την ανάγκη της επιβίωσης και συμβίωσης με τους υπόλοιπους ανθρώπους (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Η τάση του ανθρώπου να ζει και να πορεύεται μαζί με άλλους ανθρώπους φτιάχνοντας ομάδες, ώστε να αντιμετωπίσουν προβλήματα ασφάλειας ή εύρεσης τροφής, αποτέλεσε παράγοντα για τη δημιουργία ενός προστατευτικού μηχανισμού. Ακόμη και το ομαδικό κινήγι σε πρωτόγονες κοινωνίες ήταν ασφαλέστερο, αλλά και πιο αποδοτικό σε σχέση με το ατομικό. Ταυτόχρονα ο άνθρωπος εκτός από την κάλυψη των αναγκών που αναφέρθηκαν παραπάνω, άρχισε να αντιλαμβάνεται πως το να σκέφτεται και να πράττει διαφορετικά από το σύνολο, θα ήταν δύσκολο. Γι' αυτό το λόγο, οι άνθρωποι άρχισαν σιγά-σιγά να προσαρμόζουν ακόμη και τη σκέψη τους με εκείνη του συνόλου. Η συμπεριφορά της αγέλης παρουσιάζεται τόσο στις οικονομικές δραστηριότητες, όσο και σε άλλους κλάδους, όπως είναι η πολιτική, η ζωολογία και η ιατρική (Σπύρου, 2009). Σύμφωνα με την μελέτη του και τα ψυχολογικά πειράματά του

στη δεκαετία του 1950, ο Asch κατέληξε στο συμπέρασμα πως τα άτομα όταν είναι μέλη μιας ομάδας τείνουν να δίνουν λάθος απαντήσεις σε ερωτήσεις παρατηρητικότητας, ενώ σε ατομικό επίπεδο δίνουν σωστές απαντήσεις. Ο Ash έβαζε κάθε φορά ένα άτομο το οποίο ήθελε να εξετάσει, σε μια ομάδα των 7-9 ατόμων, οι οποίοι ήταν συνεργάτες του. Μετά, ζητούσε από όλη την ομάδα να απαντήσει σε μια σειρά από 12 ερωτήσεις για το μήκος κάποιων ευθύγραμμων τμημάτων. Το άτομο που δεν γνώριζε ότι παίρνει μέρος στο πείραμα, άκουγε τις απαντήσεις των υπολοίπων πριν δώσει τη δική του. Αν και οι σωστές απαντήσεις ήταν προφανείς, οι συνεργάτες του Asch έδιναν σκόπιμα λανθασμένες απαντήσεις στις 7 από τις 12 ερωτήσεις. Το υπό εξέταση άτομο επηρεάστηκε από την υπόλοιπη ομάδα, η οποία έδινε ομόφωνα την ίδια απάντηση κι έτσι κι εκείνο με τη σειρά του, έδινε λάθος απάντηση. Έτσι, κατέληξε στο συμπέρασμα πως οι άνθρωποι έχουν μια τάση συμμόρφωσης (conformity effect) προς την κοινή γνώμη της ομάδας, είτε επειδή δε θέλουν ή φοβούνται να διαφοροποιηθούν, είτε επειδή δεν επιθυμούν να αμφισβητηθούν από την υπόλοιπη ομάδα.

Η αγελαία συμπεριφορά έχει μελετηθεί διαχρονικά από πολλούς επιστήμονες, ερευνητές και πανεπιστημιακούς σε παγκόσμιο επίπεδο, εξ αιτίας των σοβαρών αντικτύπων που έχει όχι μόνο στην πορεία, αλλά και στην αποτελεσματική λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών. Ο ψυχολόγος Gustave Le Bon (1895), ερεύνησε την επίδραση της μάζας στη ψυχολογία του ανθρώπου, συμπεραίνοντας πως οι μάζες συσσωρεύουν τη μετριότητα και όχι τη διάνοια. Πολλές έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί σε παγκόσμιο επίπεδο, μελετώντας τη συμπεριφορά της αγέλης στους ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές, στους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων και στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Το 1990 πραγματοποιήθηκε από τους Scharfstein και Stein, μια από τις πρώτες σημαντικές έρευνες, η οποία είχε σαν στόχο να εξετάσει την αγελαία συμπεριφορά στους επαγγελματίες διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Τα αποτελέσματά της έδειξαν, πως κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, οι διαχειριστές μιμούνται τις επενδυτικές επιλογές άλλων διαχειριστών, αγνοώντας σημαντικές τις προσωπικές τους πληροφορίες. Αν και η συμπεριφορά αυτή κρίνεται μη αποτελεσματική από οικονομική και κοινωνική σκοπιά, μπορεί να θεωρείται ορθή για τους ίδιους τους διαχειριστές, οι οποίοι θέλουν να διατηρήσουν την καλή τους φήμη, ενδιαφέρονται για τη σχετική τους κατάταξη και σε πολλές περιπτώσεις δε θέλουν να απέχουν πολύ από το μέσο όρο, καθώς οι αμοιβές τους

προσδιορίζονται από αυτόν τον παράγοντα σε μεγάλο βαθμό (Scharfstein and Stein 1990). Επιπλέον, μια λάθος επενδυτική επιλογή, δεν είναι το ίδιο επώδυνη οικονομικά και συναισθηματικά (αποστροφή μετάνοιας) όταν και οι υπόλοιποι διαχειριστές κάνουν το ίδιο λάθος. Από την άλλη, ο ιδιώτης επενδυτής, όταν δεν εμπιστεύεται την ιδιωτική του πληροφόρηση ακολουθεί την αγέλη, πιστεύοντας πως γνωρίζει κάτι που ο ίδιος αγνοεί. Αυτό συμβαίνει κατά κύριο λόγο σε περιπτώσεις όπου τα μεμονωμένα άτομα έχουν μικρή επενδυτική εμπειρία ή δεν εμπιστεύονται τις γνώσεις και τις πληροφορίες τους.

Τέλος, οι Bikhchandani και Sharma το 2001, στην προσπάθειά τους να πετύχουν μια σφαιρική εικόνα των θεωρητικών και των εμπειρικών πλαισίων σχετικά με την αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών στα χρηματιστήρια, έδωσαν έμφαση στη διάκριση ανάμεσα στη σκόπιμη (intentional) και την πλασματική (spurious/unintentional) αγελαία συμπεριφορά, καθώς η δεύτερη μορφή, σύμφωνα με τους Caparrelli et al το 2004, δεν έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς (efficient market hypothesis). Η σκόπιμη ή αλλιώς η εκ προθέσεως συμπεριφορά της αγέλης αναφέρεται στην ξεκάθαρη προθυμία των επενδυτών να μιμηθούν τη συμπεριφορά άλλων συμμετεχόντων στην αγορά. Από την άλλη, η πλασματική ή αλλιώς λανθασμένη συμπεριφορά της αγέλης βασίζεται στην κατάσταση στην οποία μια ομάδα επενδυτών αντιμετωπίζουν τις ίδιες δυσκολίες στο να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις και τελικά λαμβάνουν τις ίδιες επενδυτικές αποφάσεις. Η σκόπιμη συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να είναι αναποτελεσματική (inefficient), γιατί προκύπτει από την εκούσια μίμηση της επενδυτικής συμπεριφοράς των υπολοίπων επενδυτών, παραβλέποντας κάθε προσωπική πληροφόρηση και άποψη. Από την άλλη μεριά, η πλασματική αγελαία συμπεριφορά παρατηρείται όταν οι μεμονωμένοι επενδυτές αντιμετωπίζουν τις ίδιες επενδυτικές επιλογές, έχοντας το ίδιο επίπεδο διαθέσιμης πληροφόρησης και υιοθετούν παρόμοια επενδυτική συμπεριφορά διαμορφώνοντας με αυτό τον τρόπο μια πλασματική αγελαία συμπεριφορά, χωρίς όμως να διαταράσσεται η αποτελεσματική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Στην πράξη, ο διαχωρισμός αυτών των δύο μορφών αγελαίας συμπεριφοράς καθίσταται αρκετά δύσκολος (Bikhchandani & Sharma, 2001), αν και κρίνεται απαραίτητο να γίνει, καθώς η σκόπιμη αγελαία συμπεριφορά μπορεί να οδηγήσει σε υψηλή μεταβλητότητα στην αγορά και σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο για τους επενδυτές. Για παράδειγμα, σε περιόδους κρίσεων οι επενδυτές που ακολουθούν την

αγελαία συμπεριφορά αντανακλούν τις όμοιες πεποιθήσεις τους που διαμορφώθηκαν με βάση την ίδια πληροφόρηση, ενώ στην περίπτωση της σκόπιμης αγελαίας συμπεριφοράς οι επενδυτές απλά αντιγράφουν τις επενδυτικές επιλογές των υπολοίπων για να αποφύγουν να βρεθούν μόνοι τους σε μια δυσάρεστη θέση εάν προκύψει αρνητικό αποτέλεσμα, ιδιαίτερα εάν δεν υπάρχει επαρκής διαθέσιμη πληροφόρηση (Zhou & Lai, 2006).

3.2 ΟΡΙΣΜΟΙ

Ίσως το σημαντικότερο συμπεριφορικό σφάλμα των επενδυτών, αλλά και των επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων που έχει αναδειχθεί από τη μελέτη των διεθνών κεφαλαιαγορών είναι η συμπεριφορά της αγέλης (herd behaviour).. Η αγελαία συμπεριφορά είναι ο τύπος συμπεριφοράς που βασίζεται σε εμπειρικούς κανόνες και θεωρεί ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα όσων λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον (Banerjee, 1992). Επιπλέον, σύμφωνα με τους Hirshleifer και Teoh το 2003, η συμπεριφορά της αγέλης ορίζεται ως η αμοιβαία μίμηση επενδυτικών επιλογών, η οποία τελικά οδηγεί σε σύγκλιση δράσεων. Οι Lakonishok, Shleifer και Vishny (1992) ορίζουν την αγελαία συμπεριφορά ως την «ταυτόχρονη αγορά ή ταυτόχρονη πώληση των ίδιων μετοχών». Σύμφωνα με τον Banerjee (1992), η αγελαία συμπεριφορά εμφανίζεται όταν το κάθε άτομο κάνει ότι κάνουν και οι υπόλοιποι, αν και η ιδιωτική/προσωπική πληροφόρηση υποδεικνύει διαφορετικό τρόπο δράσης. Οι Nofsinger και Sias (1999) ορίζουν την αγέλη σαν μια ομάδα επενδυτών που συναλλάσσονται στην ίδια κατεύθυνση για μια χρονική περίοδο. Τέλος, ο Hott (2009) εντοπίζει τη συμπεριφορά της αγέλης όταν οι αποφάσεις των επενδυτών συσχετίζονται θετικά με τις αποφάσεις των υπολοίπων. Όπως μπορεί να διαπιστωθεί από τους παραπάνω ορισμούς, τα άτομα υπερεκτιμούν τη δημόσια πληροφόρηση και υποεκτιμούν ή ακόμα και αγνοούν την ιδιωτική τους πληροφόρηση. Ένας ακόμα ορισμός, τον οποίο πρότειναν οι Bikhchandani και Sharma το 2001, είναι η προφανής τάση των επενδυτών να αντιγράψουν τη συμπεριφορά των υπολοίπων, η οποία παρατηρείται όταν ο επενδυτής παίρνει μια απόφαση δίχως να γνωρίζει τις αποφάσεις των υπολοίπων και στη συνέχεια όταν μάθει ότι οι υπόλοιποι επενδυτές δεν αποφάσισαν το ίδιο, αλλάζει την αρχική του απόφαση. Ένα

καίριο ερώτημα σε αυτό το σημείο είναι, γιατί ένας κατά τ' άλλα ορθολογικός επενδυτής ο οποίος έχει σαν κύριο σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς του να ακολουθεί την αγέλη; Είναι πολύ πιθανό, η συγκεκριμένη ενέργεια να φαίνεται λογική στον μεμονωμένο επενδυτή για διάφορους λόγους.

3.3 ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΚΑΙ ΜΗ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΑΓΕΛΑΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ

Σύμφωνα με την έρευνα των Bikhchandani και Sharma το 2001, έναν ακόμα τύπο διάκρισης της αγελαίας συμπεριφοράς αποτελεί η ορθολογική και η μη ορθολογική μορφή. Η λεγόμενη ορθολογική ή σκόπιμη μορφή της αγελαίας συμπεριφοράς (rational/intentional herding) προκύπτει από τη συνειδητή πρόθεση των επενδυτών να αντιγράψουν την παρατηρούμενη συμπεριφορά των υπολοίπων επενδυτών. Οι τρεις δυνατικές αιτίες της ορθολογικής συμπεριφοράς της αγέλης καταγράφονται στη συνέχεια :

- “Καταρράκτες” πληροφοριών (information cascades): Οι Bikhchandani, Hirshleifer, Teoh και Welch τόνισαν πως μία από τις πιο σημαντικές αιτίες ύπαρξης της αγελαίας συμπεριφοράς, είναι η διαμόρφωση καταρρακτών πληροφοριών. Όταν αναφερόμαστε σε καταρράκτες πληροφοριών, εννοούμε τις καταστάσεις εκείνες που οι επενδυτές λαμβάνουν διάφορες αποφάσεις βάσει των αποφάσεων των υπολοίπων επενδυτών και αγνοούν την ιδιωτική/προσωπική τους πληροφόρηση (Hirshleifer & Teoh, 2003; Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 2008). Η συγκεκριμένη μορφή αγελαίας συμπεριφοράς εμφανίζεται κυρίως όταν υπάρχει αβεβαιότητα στην αγορά για την ακρίβεια ή ακόμα και έλλειψη των πληροφοριών που έχουν στη διάθεσή τους οι επενδυτές (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992; Bikhchandani & Sharma, 2001). Έτσι, δημιουργείται ένα κλίμα ανασφάλειας και λάθος εντύπωσης ότι οι υπόλοιποι επενδυτές γνωρίζουν κάτι περισσότερο. Ακολουθώντας λοιπόν την αγέλη και

συμμεριζόμενοι την άποψη πως οι υπόλοιποι επενδυτές έχουν καλύτερη πληροφόρηση, οι επενδυτές μειώνουν την αβεβαιότητα που νιώθουν και αυξάνουν την αυτοπεποίθησή τους. Όπως ειπώθηκε και από τον Haiss το 2005, όταν οι επενδυτές δε διαθέτουν πληροφορίες για τα μελλοντικά επενδυτικά και επιχειρησιακά σχέδια των εταιρειών, εξάγουν κάποια συμπεράσματα για τις δικές τους αποφάσεις, παρατηρώντας τις επιλογές των υπολοίπων επενδυτών, ειδικότερα εάν το κόστος συλλογής των πληροφοριών από τους ίδιους είναι ιδιαίτερα υψηλό (Das, Davies & Podpiera, 2003). Με το που αρχίσει να υφίστανται ένας καταρράκτης πληροφοριών, οι ενέργειες των επενδυτών δεν απεικονίζουν πλέον τις ιδιωτικές τους πληροφορίες. Έτσι, οι ιδιωτικές πληροφορίες των επόμενων επενδυτών δεν θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στις διαθέσιμες πληροφορίες για τη λήψη αποφάσεων (Bikhchandani & Sharma, 2001). Είναι πάρα πολύ σημαντικό, οι επενδυτές που ξεκινούν ένας καταρράκτης πληροφοριών να είναι έμπιστοι και να διαθέτουν ορθές πληροφορίες, καθώς η αγέλη μπορεί να στραφεί προς τη λανθασμένη κατεύθυνση ακολουθώντας παραπλανητικά εξωτερικά σήματα. Στη συνέχεια, οι επενδυτές σε περίπτωση που καταλάβουν το λάθος τους αφού λάβουν νέες πληροφορίες, είναι πιθανό να αντιστρέψουν την επικρατούσα τάση και να κινηθούν προς την αντίθετη κατεύθυνση, αυξάνοντας έτσι σημαντικά τη μεταβλητότητα της αγοράς. (Bikhchandani & Sharma, 2001). Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί πως οι Avery και Zemsky (1998) τονίζουν ότι οι καταρράκτες πληροφοριών θα είναι σύντομης διάρκειας, επειδή μια αντίθετη κίνηση από την αγέλη (contrarian strategy) μπορεί γρήγορα για να τους σταματήσει.

- Λόγοι φήμης (reputation): Μια δεύτερη αιτία της ορθολογικής αγελαίας συμπεριφοράς αποτελούν οι λόγοι φήμης. Η συγκεκριμένη αιτία 'τρέφεται' από την ανησυχία που έχουν οι επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων και οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές, όσον αφορά στη διαφύλαξη της επαγγελματικής τους φήμης κατά κύριο λόγο, όταν υπάρχουν αμφιβολίες σχετικά με τις ικανότητές τους από τη μεριά των εργοδοτών τους (Scharfstein and Stein 1990, Trueman 1994). Ακόμα, όσο συχνότερα αξιολογείται η επίδοσή των επαγγελματιών

διαχειριστών, τόσο πιο πολύ ενδιαφέρονται για τη διαφύλαξη της φήμης τους (Holmstrom, 1999; Lütje & Menkhoff, 2003). Σε αυτήν την περίπτωση, η υιοθέτηση των επενδυτικών επιλογών λειτουργεί σαν ασπίδα για τον διαχειριστή, ειδικότερα αν η επενδυτική επιλογή αποδειχθεί αποτυχημένη. Σύμφωνα με τον Keynes το 1936, είναι προτιμότερο για τη φήμη ενός διαχειριστή να αποτύχει συμβατικά από το να πετύχει μη συμβατικά. Με αυτόν τον τρόπο, σε περίπτωση που υπάρξει μαζική αποτυχία στην αγορά, η φήμη του διαχειριστή χαρτοφυλακίου θα διαφυλαχθεί αν έχει ακολουθήσει την πλειοψηφία. Από την άλλη μεριά, σε περίπτωση ατομικής αποτυχίας θα υποστεί ο ίδιος τις συνέπειες των επιλογών του. Το 1990 οι Scharfstein και Stein μίλησαν για το λεγόμενο “sharing the blame effect”. Σύμφωνα με αυτό το φαινόμενο, οι επιπτώσεις στη φήμη των επενδυτών δεν θα είναι τόσο σημαντικές στην περίπτωση που όλοι οι επενδυτές έχουν κάνει το ίδιο λάθος.

- Λόγοι αμοιβής (Compensation): Η τρίτη και τελευταία μορφή ορθολογικής αγελαίας συμπεριφοράς προκύπτει σε μεγάλο βαθμό από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem) (Devenow & Welch, 1996). Η πιο συνηθισμένη μέθοδος η οποία ακολουθείται για να αξιολογηθεί η επίδοση ενός διαχειριστή είναι η αξιολόγηση των επιδόσεων του συγκριτικά με τον κλάδο του ή την αγορά γενικότερα και όχι σε απόλυτους όρους απόδοσης. Με αυτόν τον τρόπο, προστατεύονται οι εργοδότες από τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard) του να αναλάβει ο διαχειριστής υψηλό κίνδυνο για να επιδείξει υψηλές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις για να εξασφαλίσει και καλύτερη αμοιβή. Όταν λοιπόν, η αμοιβή ενός επαγγελματία διαχειριστή χαρτοφυλακίου αποτελεί άμεση συνάρτηση της επίδοσης την οποία έχει επιτύχει σε σχέση με την επίδοση των υπολοίπων διαχειριστών χαρτοφυλακίων αντίστοιχου κινδύνου και επενδυτικής στρατηγικής, τον ωθεί στη μίμηση των επενδυτικών επιλογών των υπολοίπων διαχειριστών, εξασφαλίζοντάς του έτσι ένα καλό επίπεδο αμοιβής του σχετικά με τους υπόλοιπους διαχειριστές. Σε αυτήν την περίπτωση τα χαρτοφυλάκια που διαμορφώνονται είναι αναποτελεσματικά (Roll, 1992) και εμφανίζεται αγελαία συμπεριφορά (Scharfstein & Stein, 1990). Αντίστοιχα, ένα αρκετά σύνηθες

γεγονός αποτελεί η σύνδεση της αμοιβή ενός διαχειριστή με κάποιο συγκεκριμένο δείκτη αναφοράς (benchmark). Στην προκειμένη περίπτωση ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου ωθείται στην αντιγραφή της σύστασης του σχετικού δείκτη αναφοράς, καθώς η παράλληλη κίνηση με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς δε θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στην αμοιβή του (Devenow & Welch, 1996). Όπως γίνεται αντιληπτό και στις δύο αναφερθείσες περιπτώσεις, οι διαχειριστές ακολουθούν την αγέλη για να μην μπορούν να αξιολογηθούν αντικειμενικά και σωστά (Devenow & Welch, 1996).

Από την άλλη πλευρά, παρουσιάζεται η άλλη μορφή της συμπεριφοράς της αγέλης, η μη ορθολογική μορφή (irrational herding), η οποία οφείλεται σε πολλούς ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Σύμφωνα με τους Devenow και Welch (1996), η μη ορθολογική αγελαία συμπεριφορά εστιάζει στην ψυχολογία των επενδυτών οι οποίοι έχουν την τάση να μην ακολουθούν τις προσωπικές τους πεποιθήσεις και να αντιγράφουν τις αποφάσεις των υπολοίπων επενδυτών. Σε αυτό το πλαίσιο οι Christie και Hwang (1995) τονίζουν ότι η αγέλη είναι πιθανότερο να διαμορφωθεί σε περιόδους ακραίων καταστάσεων στην αγορά, όταν οι επενδυτές κάτω από την ψυχολογική πίεση του άγχους και της αβεβαιότητας δεν βασίζονται στις προσωπικές τους πεποιθήσεις και κάνουν τις επενδυτικές τους επιλογές αποκλειστικά με βάση τις συλλογικές δράσεις που παρατηρούνται στην αγορά, ακόμη και στις περιπτώσεις που διαφωνούν με αυτές. Οι Kaminsky και Schmukler (1999) μελέτησαν ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αγελαίας συμπεριφοράς στην Ασία την περίοδο 1997-1998 και κατέληξαν στο συμπέρασμα πως κάποιες από τις μεγάλες μεταβολές στην αγορά που παρατηρήθηκαν την περίοδο της κρίσης δεν μπορούν να ερμηνευθούν από ουσιαστικές ειδήσεις, αλλά υποκινούνται από τη συμπεριφορά της αγέλης, με τους επενδυτές να υπεραντιδρούν στις αρνητικές ειδήσεις. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί πως, η αγελαία συμπεριφορά δεν παρατηρείται αποκλειστικά και μόνο σε περιόδους κρίσης. Απλά, γίνεται περισσότερο εμφανής σε καταστάσεις ακραίων μεταβολών των αποδόσεων και της μεταβλητότητας της αγοράς. Η μη ορθολογική αγελαία συμπεριφορά προκαλείται κυρίως από την επίδραση ενός ή και περισσότερων συμπεριφορικών σφαλμάτων που παρουσιάζουν οι ιδιώτες ή οι

θεσμικοί επενδυτές. Τα συγκεκριμένα συμπεριφορικά σφάλματα οφείλονται όχι μόνο σε μεμονωμένους παράγοντες, αλλά και σε ορισμένες δυσλειτουργικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των επενδυτών (Haiss, 2005, 2010). Οι Shleifer και Summers το 1990, συμπέραναν ότι η αγελαία συμπεριφορά εμφανίζεται στην αγορά, όταν οι μεμονωμένοι επενδυτές, ακολουθούν τα ίδια σήματα (π.χ. συστάσεις των αναλυτών της αγοράς) ή όταν δίνουν μεγαλύτερη σημασία στα πιο πρόσφατα νέα και δημιουργείται υπεραντίδραση. Με τον όρο υπεραντίδραση, εννοείται μία υπόθεση της αγοράς που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές και οι traders αντιδρούν υπερβολικά έντονα στις νέες πληροφορίες. Αυτή η υπεραντίδραση προκαλεί μεγάλες μεταβολές στις τιμές, ακόμα κι αν δεν δικαιολογούνται από τις πληροφορίες αυτές, κι έτσι δεν αποτυπώνεται σωστά η πραγματική αξία της μετοχής στην τιμή της. Ακόμα, ένας σημαντικός λόγος εμφάνισης την μη ορθολογικής αγελαίας συμπεριφοράς αποτελεί η ανατροφοδότηση των χρηματιστηριακών συναλλαγών (feedback trading) η οποία γίνεται με βάση την παρατήρηση των ιστορικών τιμών των αξιογράφων. Οι Lakonishok, Shleifer και Vishny (1994) υπογραμμίζουν ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές παρουσιάζουν ένα μη ορθολογικό positive feedback trading, (αγορά μετοχών όταν οι τιμές ανεβαίνουν και πώληση μετοχών όταν οι τιμές πέφτουν) καθώς κυνηγούν τις παρελθούσες αποδόσεις. Αντίθετα, οι Shefrin και Statman (1985) υποστηρίζουν ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές παρουσιάζουν negative-feedback trading (πώληση μετοχών όταν οι τιμές ανεβαίνουν και αγορά μετοχών όταν οι τιμές πέφτουν) πουλώντας τις μετοχές.

Ένα άλλο φαινόμενο που μπορεί κανείς να παρατηρήσει και έχει σχέση με την αγελαία συμπεριφορά είναι η προφορική επικοινωνία από στόμα σε στόμα ή αλλιώς word of mouth. Στην προκειμένη περίπτωση, οι επενδυτές τείνουν να εμπιστεύονται περισσότερο τις πληροφορίες που παίρνουν από τα πιο οικεία τους πρόσωπα δηλαδή τους συγγενείς, τους φίλους και να επενδύουν σύμφωνα με αυτές. Αντίθετα, δεν φαίνεται να εμπιστεύονται τις πληροφορίες που προέρχεται από τα διάφορα μέσα επικοινωνίας, όπως η εφημερίδα, η τηλεόραση, το ραδιόφωνο, η ηλεκτρονική πληροφόρηση μέσω του διαδικτύου (internet). Παρά το γεγονός ότι τα μέσα μαζικής ενημέρωσης έχουν πολύ μεγάλη δυνατότητα πληροφόρησης, δεν φαίνεται να μπορούν να διαμορφώσουν τις συμπεριφορές των ατόμων στα οποία απευθύνονται, τουλάχιστον όσον αφορά στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

3.4 ΛΟΓΟΙ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ

Δεν είναι λίγοι εκείνοι που υποστηρίζουν πως η αγελαία συμπεριφορά αποτελεί μία ψυχολογική τάση, η οποία έχει τις ρίζες της στην κοινωνική πίεση που ασκείται στα άτομα, προκειμένου να συμβιβαστούν με τις αποφάσεις και τις επιλογές του συνόλου. Ο Shiller (2001), υποστηρίζει πως αυτό συμβαίνει επειδή το άτομο φοβάται να εκφράσει μια αντίθετη άποψη από αυτή του πλήθους. Ο φόβος της μετάνοιας, ο οποίος αποτελεί έναν ευριστικό κανόνα και παρατηρείται όταν οι επενδυτές παίρνουν αποφάσεις που δεν είναι ορθολογικές για μια επενδυτική ευκαιρία, ώστε να αποφύγουν το συναίσθημα της μετάνοιας που θα προκύψει από μια λανθασμένη τους απόφαση, αποτελεί κατά ένα μεγάλο μέρος την αιτία της ψυχολογίας της αγέλης. Για την καλύτερη κατανόηση του fear of regret ως σκεφτούμε ένα επενδυτή ο οποίος αποφασίζει να πουλήσει τη μετοχή του στο χρηματιστήριο. Αν ο επενδυτής έχει αγοράσει σε υψηλή τιμή μια μετοχή της οποίας η τιμή πώλησης την δεδομένη στιγμή είναι αρκετά χαμηλότερη από την τιμή της τότε αγοράς, ο επενδυτής θα κοιτάξει να αποφύγει ή να αναβάλλει την πώληση της μετοχής προκειμένου να αποφύγει τη μετάνοια σχετικά με την συνειδητοποίηση ότι έκανε μία κακή επένδυση που θα του επιφέρει ζημία. Ένα τέτοιο γεγονός έκανε την εμφάνισή του στην Ελλάδα την περίοδο 1998-1999 όταν εκατοντάδες χιλιάδες επενδυτές στο Χρηματιστήριο Αθηνών αγόρασαν μετοχές σε πολύ υψηλά επίπεδα και δεν δεχόταν να τις πουλήσουν όταν οι τιμές τους άρχισαν να πέφτουν. Σαν αποτέλεσμα εγκλωβίστηκαν σε πολύ υψηλές τιμές.

Ο Aswath Damodaran, το 2011, όταν ανέλυσε τους κυριότερους λόγους εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς, τόνισε το πόσο σημαντικό είναι το ένστικτο της επιβίωσης και της ασφάλειας που παρέχει στα άτομα η συμμετοχή τους σε ομάδες. Σύμφωνα με μία φράση που χρησιμοποιούν αρκετά συχνά οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων, “κανένας δεν έχασε τη δουλειά του επειδή είχε επενδύσει στην IBM” δείχνοντας έτσι πως είναι προτιμότερο για τη φήμη του διαχειριστή να αποτυγχάνει συμβατικά παρά να επιτυγχάνει μη συμβατικά (Keynes, 1936). Όπως γίνεται φανερό, με αυτόν τον τρόπο, οι τιμές των αξιογράφων που είχαν πρόσφατα υψηλή απόδοση συνεχίζουν να κινούνται ανοδικά δημιουργώντας αποκλίσεις από τις θεωρητικά ορθές αποτιμήσεις τους.

3.5 ΠΟΤΕ ΕΜΦΑΝΙΖΕΤΑΙ

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν γίνει στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η αγελαία συμπεριφορά κάνει την εμφάνισή της στην αγορά όταν επικρατούν καταστάσεις με υπερβολικές διακυμάνσεις. Εκείνες τις περιόδους οι επενδυτές είναι σε μεγάλο βαθμό επιρρεπείς στη υιοθέτηση της αγελαίας συμπεριφοράς (Borch, 2007). Όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι Christie και Huang το 1995, η αγελαία συμπεριφορά είναι πιο πιθανό να εντοπιστεί κατά τη διάρκεια κρίσεων, επειδή τότε επικρατεί σύγχυση και οι επενδυτές έχουν την τάση να ακολουθούν την κοινή γνώμη παραβλέποντας τις προσωπικές τους πεποιθήσεις. Άλλωστε, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, υπάρχουν πολλά ιστορικά παραδείγματα που επιβεβαιώνουν την αγελαία συμπεριφορά σε περιόδους έντονων κρίσεων, όπως είναι η κρίση της τουλίπας στην Ολλανδία. Αντίστοιχες συνθήκες ανάπτυξης της συμπεριφοράς της αγέλης παρουσιάστηκαν και κατά τη διάρκεια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι συνεχείς έρευνες στον τομέα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως, η χρηματοοικονομική κρίση που βιώνουμε, έχει κατά κύριο λόγο συμπεριφορικά αίτια, καθώς οι ψυχολογικές αντιδράσεις των ατόμων στα θεμελιώδη μεγέθη, αλλά και τα συμπεριφορικά σφάλματα διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών και διαμορφωτών της πολιτικής, έφεραν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα στα πρόθυρα της κατάρρευσης (Shefrin, 2009). Οι συνέπειες των συμπεριφορικών σφαλμάτων και ιδιαίτερα της συμπεριφοράς της αγέλης στον πλούτο των νοικοκυριών, στις αποδόσεις των θεσμικών επενδυτών και των ιδιωτών επενδυτών και στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος κρίνονται πολύ σημαντικές και είναι ολοφάνερο πως η υποεκτίμηση αυτών των συμπεριφορικών παραγόντων αποτελεί ένα σημαντικό τροχοπέδη στην αποτελεσματική αντιμετώπιση της υπάρχουσας κρίσης.

4.ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

4.1.Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2007

Το 2007 άρχισε με μια ανησυχία στην Αμερική, επειδή είχαν ξεκινήσει να ασκούνται πιέσεις στους δανειολήπτες στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime mortgages). Η συνεχόμενη ανοδική πορεία στις τιμές των ακινήτων, η οποία είχε αρχίσει από τα μέσα της δεκαετίας του '90 και συνεχίστηκε μέχρι και το 2006, ώθησε τους επενδυτές στο να αγοράσουν όλα και περισσότερα ακίνητα. Εν τω μεταξύ, η αύξηση των τιμών των ήδη ενυπόθηκων ακινήτων, επέτρεψε στους ιδιοκτήτες να μπορούν να δανείζονται επιπλέον ποσά με νέα υποθήκη επί του οικήματος. Η μείωση της ζήτησης των ακινήτων, είχε ως αποτέλεσμα την πτώση των τιμών τους και τη δημιουργία μιας φούσκα στην αγορά ακινήτων. Το χρέος προς την τράπεζα ξεπερνούσε την αξία του ακινήτου και ως απόρροια αυτού, οι ιδιοκτήτες των ακινήτων αποφάσιζαν να μην αποπληρώσουν το δάνειο. Τη δεδομένη χρονική στιγμή, η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου είχε αυξηθεί κατακόρυφα. Ένα μεγάλο ποσοστό από τα δάνεια που είχαν τιτλοποιηθεί, είχαν πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, σε τράπεζες ανά τον κόσμο και σε επενδυτές στην παγκόσμια αγορά, μεταβιβάζοντας έτσι τον κίνδυνο στα ιδρύματα που απέκτησαν τους τίτλους αυτούς και στις οικονομίες των αντίστοιχων χωρών. Το καλοκαίρι του 2007, οι σημαντικότεροι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν τις παραπάνω τιτλοποιήσεις, όπως για παράδειγμα τα Collateralized Debt Obligations ή CDOs, τα οποία είχαν ως βάση τα στεγαστικά δάνεια. Αυτό είχε σαν συνέπεια, την απότομη πτώση της ζήτησης των νέων στεγαστικών δανείων. Η μη εξυπηρέτηση των παλαιών στεγαστικών δανείων είχε σαν επακόλουθο τη μη πληρωμή των τοκομεριδίων των CDOs. Την συγκεκριμένη χρονική περίοδο, πολλοί Αμερικανοί ιδιοκτήτες ακινήτων αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στην αποπληρωμή των δόσεων των δανείων που είχαν πάρει για την αγορά κατοικίας. Από την άλλη μεριά, οι τράπεζες που είχαν αγοράσει τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια, ξεκίνησαν να έχουν μεγάλες χρηματικές απώλειες. Το φθινόπωρο του 2007, η

Lehman Brothers, μια από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες στην Αμερική, κήρυξε πτώχευση προφανώς λόγω κακών επενδυτικών χειρισμών. Αυτή ήταν και η αρχή μιας αλυσιδωτής αντίδρασης γεγονότων με παγκόσμιο αντίκτυπο. Η συγκεκριμένη πτώχευση προκάλεσε τον πανικό, σε τράπεζες και επενδυτές με τους οποίους η Lehman Brothers συναλλασσόταν καθημερινά. Αυτό με τη σειρά του, ανάγκασε πολλές τράπεζες να σταματήσουν τον διατραπεζικό δανεισμό. Η μεγάλη έλλειψη ρευστότητας που δημιουργήθηκε λόγω της έλλειψης του διατραπεζικού δανεισμού, ήταν πλέον πραγματικότητα για πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Σε αυτό το σημείο θα ήταν σωστό να σημειωθεί πως, στη διάδοση της κρίσης, έπαιξε ρόλο η αλληλεξάρτηση των οικονομιών και των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο, γι' αυτό και τα πρώτα 'θύματά της' αποτέλεσαν οι χώρες και οι οικονομίες τους που σχετίζοντας άμεσα με την αμερικάνικη οικονομία και τις τράπεζές της. Το 2009, η κρίση ξεκίνησε να πλήττει και την Ευρώπη, η οποία άρχισε να βυθίζεται σε ύφεση. Το πρόβλημα αρχικά έπληξε αρχικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στη συνέχεια όμως άρχισε να επηρεάζει και τα ίδια τα κράτη τα οποία ήταν συνηθισμένα στο δανεισμό μεγάλων ποσών προκειμένου να χρηματοδοτούν τους προϋπολογισμούς τους. Παράλληλα, είχαν δημιουργηθεί τεράστια χρέη από τα προηγούμενα έτη, ενώ οι αγορές δεν είχαν τη βούληση να συνεχίσουν να δανείζουν. Σαν αποτέλεσμα, η κρίση είχε εδραιωθεί για τα καλά. Η τραπεζική κρίση είχε γίνει πλέον κρίση δημόσιου χρέους. Παρ' όλα αυτά, οι κυβερνήσεις αρκετών χωρών προσπάθησαν να βοηθήσουν στη διάσωση των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τονώνοντάς τα με κρατικό χρήμα. Το 2009, ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης έγινε για πρώτη φορά αρνητικός (-1,9%), μετά τη Μεγάλη Ύφεση του 1930 (Χαρδούβελης, 2009). Η παγκόσμια κρίση ήταν πλέον γεγονός.

4.2 ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΟΔΗΓΗΣΑΝ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Οι λόγοι που οδήγησαν στην κρίση, ήταν απόρροια των μακροχρόνιων διαρθρωτικών προβλημάτων, των μη αποτελεσματικών, όπως αργότερα αποδείχθηκε, πολιτικών που εφαρμόστηκαν σε κάθε χώρα, αλλά οφείλονται και στη ταυτόχρονη χρονικά διεθνή

χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση (Μπούρας και Λυκούρας, 2011). Ωστόσο, σύμφωνα με τον Γκίκα Χαρδούβελη (2011), η κρίση αυτή είχε ήδη προβλεφθεί από μία μικρή μερίδα οικονομολόγων τους οποίους δεν είχε λάβει κανένας σοβαρά υπ' όψιν. Σε αυτό το σημείο, θα ήταν σωστό να σημειωθεί πως, η κρίση οφείλεται σε περισσότερους του ενός παράγοντες οι οποίοι είχαν μεταξύ τους αλληλεπίδραση και λειτουργούσαν πολλαπλασιαστικά ο ένας στον άλλο, δημιουργώντας έτσι μια αλυσιδωτή αντίδραση αρνητικών οικονομικών γεγονότων που διαδόθηκε γρήγορα σε παγκόσμιο επίπεδο. Κύριος στόχος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως και όλων των επιχειρήσεων, είναι η επίτευξη υψηλής κερδοφορίας, για την ικανοποίηση των μετόχων τους. Παρά λοιπόν τις προειδοποιήσεις κάποιων ειδικών για την επερχόμενη κρίση, εκείνα συνέχισαν την ίδια πιστοληπτική πολιτική παίρνοντας το ρίσκο για μεγαλύτερο κέρδος. Ακόμα, δεν είχε ληφθεί σοβαρά υπ' όψιν ο βαθμός στον οποίο ήταν εκτεθειμένες οι επενδυτικές τράπεζες, καθώς και οι κίνδυνοι που αναλάμβαναν ή και το πόσο εκτεθειμένοι σε αυτούς. Την ίδια χρονική περίοδο, σχεδόν όλες οι κεντρικές τράπεζες είχαν επενδύσει στα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού ρίσκου (hedge funds) αναμένοντας πολύ υψηλές αποδόσεις και τα οποία φαίνεται να ευθύνονται σε μεγάλο βαθμό για το ξέσπασμα της κρίσης. Οι λόγοι που ευθύνονται για τη δημιουργία της μεγαλύτερης πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης μετά το παγκόσμιο κραχ του 1930, φαίνεται πως είναι αλληλένδετοι, πολυάριθμοι και επηρεάζουν αρνητικά σωρευτικά ο ένας τον άλλον. Γι' αυτό τον λόγο θα πρέπει να εξεταστούν όλοι μαζί και συνδυαστικά. Παρακάτω, παρατίθενται οι κυριότερες αιτίες, οι οποίες θεωρείται ότι οδήγησαν στην κρίση:

- Ο μεγάλος βαθμός αλληλεπίδρασης των οικονομιών εξαιτίας της παγκοσμιοποίησης των αγορών,
- Οι διεθνείς ανισορροπίες αναφορικά με το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης,
- Η μεγάλη αύξηση των δανείων χαμηλής εξασφάλισης που οδήγησε στην αύξηση των τιμών των σπιτιών,
- Οι νέες και πολύπλοκες μορφές τιλοποιήσεων, στις οποίες οι οίκοι αξιολόγησης παρείχαν υψηλές βαθμολογήσεις και η μεταφορά του ρίσκου από τους

ισολογισμούς των τραπεζών στο κοινό και τους επενδυτές μέσω αυτών των τιτλοποιήσεων, αγνοώντας τους πιθανούς κινδύνους,

- Ο ελλιπής έλεγχος από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές και η υπερβολική ανάληψη κινδύνου,
- Η υψηλή μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των νοικοκυριών,
- Τα αποθέματα ρευστότητας και
- Το κανονιστικό ή ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών.

Οι πρακτικές απελευθέρωσης της αγοράς, είναι εκείνες που ευθύνονται ως επί το πλείστον για την παγκόσμια οικονομική κρίση. Καθώς οι εν λόγω πρακτικές βασίζονται στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων, ήταν πολύ εύκολο οποιαδήποτε χώρα να πουλά χρηματοοικονομικά προϊόντα χωρίς τους απαιτούμενους ελέγχους από τις αρμόδιες κρατικές αρχές, τα ασφαλιστικά ταμεία κοινωνικής ασφάλισης να μπορούν να επενδύουν σε μετοχές χωρίς να βασίζονται στην ανάλυση των επενδυτικών επιτροπών, αλλά και σύνθετα προϊόντα παραγώγων. Αυτό ακριβώς, συνέβη και στη χώρα μας, όπου τα ασφαλιστικά ταμεία, επένδυσαν σε μετοχές, hedge funds και ομόλογα με αποτέλεσμα στις μέρες μας, να αντιμετωπίζουν σοβαρό ταμειακό πρόβλημα και να μην έχουν τη δυνατότητα καταβολής των συντάξεων. Σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας, ένας από τους κύριους λόγους της κρίσης, ήταν ο υψηλός βαθμός μόχλευσης που είχαν τα τραπεζικά συστήματα πολλών κρατών, τόσο εντός όσο και εκτός ισολογισμού, από ένα μεγάλο αριθμό τραπεζών. Ένας βασικός επιβαρυντικός παράγοντας της υψηλής μόχλευσης ήταν το ίδιο το κανονιστικό πλαίσιο των τραπεζών που είχαν για την κεφαλαιακή τους επάρκεια, το οποίο τους ανάγκασε να προβούν σε πολλές τιτλοποιήσεις απαιτήσεων με στόχο τη μείωση του κόστους τους. Ταυτόχρονα, σημαντικό ρόλο έπαιξε το γεγονός ότι πολλές τράπεζες δεν τηρούσαν τα απαιτούμενα επίπεδα ρευστότητας. Όπως επισημαίνει και πάλι η Επιτροπή της Βασιλείας, ενώ αρκετές τράπεζες είχαν επαρκή αποθεματικά κεφάλαια, αντιμετώπισαν προβλήματα αφού δεν μπορούσαν να τα διαχειριστούν όπως έπρεπε. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, η Επιτροπή της Βασιλείας να προχωρήσει σε αλλαγές του ρυθμιστικού πλαισίου με τη Βασιλεία III, ώστε να λειτουργούν σωστά οι χρηματοπιστωτικές αγορές και το τραπεζικό σύστημα. Ένας ακόμα

παράγοντας της κρίσης, ήταν η δημιουργία νέων μορφών τιτλοποιήσεων οι οποίες είχαν καινοφανή και ασαφή ονόματα, τα οποία δεν ήταν γνώριμα στους πιο πολλούς, όπως τα CDO's. Λίγοι ήταν λοιπόν εκείνοι που μπορούσαν να κατανοήσουν τι ακριβώς ήταν αυτοί οι νέοι τίτλοι καθώς και να τους κάνουν τη σωστή τιμολόγηση. Παράλληλα, οι οίκοι αξιολόγησης, τους έδιναν πολύ υψηλή βαθμολογία με αποτέλεσμα, πολλά χρηματοοικονομικά ιδρύματα να επενδύσουν μεγάλα ποσά σε αυτούς τους νέους τίτλους, χωρίς να γνωρίζουν πως αυτοί οι τίτλοι ενείχαν πολύ μεγάλο ρίσκο. Εν τω μεταξύ, τα στελέχη των τραπεζών που γνώριζαν καλά την αγορά χρησιμοποιούσαν τις τιτλοποιήσεις για να εμφανίζουν κέρδη τα πιστωτικά ιδρύματα για τα οποία εργάζονταν, με σκοπό να εισπράττουν παχυλά μπόνους. Πρωτεύοντα ρόλο, έπαιξαν επιπλέον οι εποπτικές αρχές, οι οποίες είχαν 'χαλαρώσει' λόγω της οικονομικής εφορίας που επικρατούσε γενικότερα, με αποτέλεσμα να έχουν προβεί στην άρση αρκετών περιορισμών οι οποίοι είχαν επιβληθεί μετά την κρίση του 1929 στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σύμφωνα με τον Γκόρτσο Χ. (2011), οι συστημικές τράπεζες προέβαιναν σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου, με κύριο στόχο το πολύ υψηλό κέρδος, δίχως οι εποπτικές αρχές από την πλευρά τους να κάνουν αποτελεσματικούς ελέγχους ή να ασκούν περιορισμούς στη δράση των ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα, η προκυκλικότητα των τραπεζών ευνοήθηκε ιδιαίτερα από το υπάρχον κανονιστικό πλαίσιο για την κεφαλαιακή επάρκεια, καθώς εκτιμήθηκε πως αποτέλεσε έναν από τους βασικούς παράγοντες που γιγάντωσαν την κρίση. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που κατέγραψαν τις μεγαλύτερες ζημιές ήταν εκείνα που έχασαν ένα μεγάλο μέρος από τα αρχικά τους κεφάλαια. Αυτό είχε σαν συνέπεια τη μείωση των παρεχόμενων πιστώσεων προς τους πελάτες τους. Το συγκεκριμένο αρνητικό γεγονός, 'πέρασε' στη συνέχεια και στην πραγματική οικονομία. Πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δανείζοντας από τη διατραπεζική αγορά και εν συνεχεία επένδυαν για δικό τους όφελος υπέρογκα ποσά.

Καθώς ξεκίνησε η κρίση και οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να πέφτουν ραγδαία, ήταν επόμενο και οι αντίστοιχοι τίτλοι που είχαν εκδοθεί πάνω σε αυτά να έχουν ανάλογη πτωτική πορεία. Αυτό είχε σαν απόρροια, οι δανειστές να σταματήσουν τις χορηγήσεις και οι ιδιοκτήτες των τίτλων να απωλέσουν τα χρήματά τους. Από τη στιγμή που σταμάτησαν οι χορηγήσεις, αυτόματα μειώθηκαν και οι πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Αναμενόμενη ήταν λοιπόν η κατακρήμνιση της παραγωγής, η αύξηση της

ανεργίας, η μείωση των εισοδημάτων και η είσοδος σε μία μακροχρόνια ύφεση. Ταυτόχρονα και για τους παραπάνω λόγους μειώθηκαν και τα έσοδα του κράτους. Εν κατακλείδι, αυτό που ξεκίνησε σαν μια φούσκα ακινήτων στην Αμερική αποτέλεσε και την αιτία της παγκόσμιας κατάρρευσης των οικονομιών και των τραπεζών.

4.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η συνεχής μεγέθυνση του χρέους στην Ελλάδα, το οποίο άρχισε να δημιουργείται από την περίοδο της μεταπολίτευσης (δεκαετία του '80), ξεκίνησε να συνδυάζεται με τη μείωση των επενδύσεων και την αύξηση της κατανάλωσης στην ελληνική οικονομία. Το Δημόσιο χρέος διακρίνεται σε "Εσωτερικό χρέος", δηλαδή από πιστωτές που βρίσκονται εντός της Ελλάδας και σε "Εξωτερικό χρέος", δηλαδή από πιστωτές που εδρεύουν εκτός Ελλάδος, στο εξωτερικό. Το Εξωτερικό Χρέος καταγράφει τις υποχρεώσεις της Ελλάδας έναντι άλλων χωρών, κατανεμημένες κατά τομέα οικονομίας (Τράπεζα της Ελλάδος, Γενική κυβέρνηση, λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, και λοιποί τομείς), κατά είδος χρηματοοικονομικού μέσου και κατά αρχική διάρκεια υποχρεώσεων (μακροχρόνιες και βραχυχρόνιες). Σύμφωνα με τον Cabral το 2010, το Εξωτερικό χρέος της Ελλάδας το 2009, ήταν το 82,5% του ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν). Όπως είναι γνωστό λοιπόν, η Ελλάδα υποχρεώθηκε να δανειστεί από ξένους επενδυτές, καθώς έχει την τάση να καταναλώνει περισσότερο από όσο παράγει. Στην κατάσταση αυτή, οδηγήθηκε η χώρα μας και λόγω των λανθασμένων οικονομικών εκτιμήσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το γεγονός πως η Ελλάδα έγινε μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σε συνδυασμό με την απελευθέρωση των παγκόσμιων αγορών και συνεπώς τη δημιουργία παγκόσμιου εμπορίου, οδήγησε στη διάβρωση της ανταγωνιστικότητας και την παρακμή των παραδοσιακών κλάδων εντάσεως εργασίας.

Η εισαγωγή του ευρώ το 1999, οδήγησε στη μείωση των διαφορών των επιτοκίων μεταξύ των οικονομιών της Ευρωζώνης. Με αυτή τη μείωση των επιτοκίων, ξεκίνησαν να φαίνονται τα προβλήματα που υπήρχαν σε κάποιες χώρες όπως ήταν η φούσκα στα ακίνητα, η αύξηση των εμπορικών ελλειμμάτων και η αύξηση του ιδιωτικού δανεισμού σε

χώρες της Νοτιοδυτικής Ευρώπης όπως είναι η Ισπανία, η Ελλάδα και η Ιρλανδία, σε αντίθεση με αυτά τα οποία προέβλεπε η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Την ίδια περίοδο, η Γερμανία κατάφερε να μειώσει το κόστος εργασίας της και με αυτόν τον τρόπο έγινε περισσότερο ανταγωνιστική (Σόρος, 2010). Ύστερα από την εισαγωγή του ευρώ, οι διαφορές στα επιτόκια των χωρών που ανήκαν στην Ευρωζώνη, ήταν πολύ μικρές με αποτέλεσμα η Ελλάδα να δανείζεται με πολύ χαμηλό επιτόκιο προκειμένου να καλύψει το δημόσιο έλλειμμα. Αυτό είχε ως απόρροια να αυξάνεται διαρκώς το Εξωτερικό Δημόσιο Χρέος της χώρας μας. Το περιθώριο επιτοκίου της Ελλάδας ή αλλιώς spread , ήταν ίδιο με αυτό της Γερμανίας, χωρίς όμως να γίνεται ο απαραίτητος έλεγχος από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προκειμένου να μην υπάρξουν τυχόν υπερβολές (Σόρος, 2010). Εδώ πρέπει να σημειωθεί πως, μέχρι πρότινος η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποδεχόταν ως ισοδύναμα όλα τα δημόσια χρέη όλων των κρατών μελών της και χρηματοδοτούσε ανάλογα. Καθώς λοιπόν αξιολογούσε τα ελληνικά ομόλογα ως ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας, την ίδια ‘γραμμή’ ακολουθούσαν τόσο οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης όσο και οι διεθνείς επενδυτές. Τα χρόνια λοιπόν της τεχνητής οικονομικής ευφορίας , οι τράπεζες σε πανευρωπαϊκό επίπεδο φαινόταν να αποτελεσματικές και αύξαναν την κερδοφορία τους έχοντας ως ενέχυρο περιουσιακά στοιχεία τα οποία θεωρητικά δεν είχαν καθόλου κίνδυνο και να επιβαρύνουν τους ισολογισμούς τους με το Δημόσιο Χρέος των πιο οικονομικά αδύναμων χωρών. Με αυτόν τον τρόπο, αμφισβητήθηκε και κινδύνεψε η εγκυρότητα της πιστοληπτικής ικανότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού συστήματος, αφού οι Ευρωπαϊκές τράπεζες κατείχαν περίπου το ένα τρισεκατομμύριο ευρώ του Ισπανικού χρέους, από το οποίο το μισό κατείχαν οι Γερμανικές και οι Γαλλικές τράπεζες (Σόρος, 2010).

4.4 ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Μια σειρά από παράγοντες, συνέβαλαν στη δημοσιονομική κρίση που βιώνει η Ελλάδα από τον Οκτώβριο του 2009. Σ’ ένα πρόσφατο σχετικά άρθρο των Κουρέτα και Βλάμη που δημοσιεύθηκε το 2010, τονίστηκε πως αυτοί οι παράγοντες μπορούν να χωριστούν σε

ενδογενείς και εξωγενείς. Οι ενδογενείς παράγοντες έχουν να κάνουν με τη δομή της ίδιας της ελληνικής οικονομίας, τις παρατεταμένες μακροοικονομικές ανισορροπίες που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία και το πρόβλημα της αξιοπιστίας της μακροοικονομικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά, οι εξωγενείς παράγοντες έχουν να κάνουν με τις συνέπειες των πρόσφατων οικονομικών αναταραχών και το χρόνο που πήρε στην Ευρώπη για να αντιδράσει στην ελληνική δημοσιονομική κρίση. Παρακάτω ακολουθεί μια γρήγορη ανάλυση των εσωτερικών αιτιών της επιδείνωσης της δημοσιονομικής πολιτικής της ελληνικής οικονομίας και των εξωτερικών παραγόντων που θα μπορούσαν να έχουν συμβάλει στην ελληνική δημοσιονομική κρίση.

4.4.1.ΕΝΔΟΓΕΝΕΙΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η συνεχής διεύρυνση των δημόσιων ελλειμμάτων σε συνδυασμό με τη φθίνουσα εξωτερική ανταγωνιστικότητα διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο στην επιδείνωση της δημοσιονομικής στάση της ελληνικής οικονομίας. Η στατιστική υπηρεσία της ΕΕ, η Eurostat, πρόσφατα αναθεώρησε προς τα πάνω το έλλειμμα του ελληνικού προϋπολογισμού για το 2009 (αυξήθηκε σε ποσοστό 15,4% του ΑΕΠ). Οι αυξημένες δημόσιες δαπάνες τα τελευταία χρόνια οδήγησαν σε δραματική αύξηση της ανάγκης του δανεισμού και σε υψηλά επίπεδα συσσωρευμένου δημόσιου χρέους. Το επίπεδο του Δημόσιου Χρέους στις 31.12.2009 ήταν 298,5 δισεκ. ευρώ. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ θα συνεχίσει να αυξάνεται τα προσεχή έτη, λόγω του πακέτου διάσωσης της ΕΕ των 110 δισ. ευρώ, με πιθανότερη εκδοχή να υπερβεί το 150% έως το 2020.

Από το 1970 μέχρι και το 1979, όπως μπορούμε να διαπιστώσουμε από σχετικές έρευνες, ο λόγος χρέους / ΑΕΠ ήταν σταθερός και πολύ χαμηλός (περίπου 25%). Από το 1981, η σοσιαλιστική κυβέρνηση που είχε εκλεγεί στη Ελλάδα, εφάρμοσε μια οικονομική πολιτική η οποία βασιζόταν κυρίως στην αύξηση του μέσου όρου του εισοδήματος των ελληνικών νοικοκυριών μέσω του εκτεταμένου δανεισμού από τις αγορές. Αυτός ο δανεισμός είχε στόχο να αυξήσει το επίπεδο της διαβίωσης των νοικοκυριών. Η συγκεκριμένη διαδικασία

τροφοδοτήθηκε επίσης, από τις εισερχόμενες ροές κεφαλαίων από την Ευρωπαϊκή Ένωση υπό τη μορφή γεωργικών επιδοτήσεων και από τη χρηματοδότηση υποδομών στο ευρύτερο πλαίσιο των πολιτικών σύγκλισης και συνοχής της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε σχετική μελέτη, ο Στέλιος Μακρυδάκης, ο Ηλίας Τζαβάλης και ο Αθανάσιος Μπαλφούσιας (1999), έδειξαν χρησιμοποιώντας δεδομένα για την περίοδο 1958-1995 ότι, η ελληνική Κυβέρνηση απέτυχε να ικανοποιήσει τον περιορισμό του προϋπολογισμού της και επομένως το δημόσιο χρέος αποδείχθηκε μακροπρόθεσμα μη βιώσιμο. Ακόμα, υποστήριξαν ότι η πηγή της μη βιωσιμότητας οφείλεται σε μια ντετερμινιστική αλλαγή καθεστώτος δημοσιονομικής πολιτικής, που υπολογίζεται ότι συνέβη περίπου το 1979. Ισχυρίστηκαν επίσης ότι, το πρόβλημα της μη βιωσιμότητας του χρέους οφείλεται σε ενδογενείς παράγοντες και ως εκ τούτου πρέπει να γίνουν δράσεις προκειμένου να αποφευχθεί η ενδεχόμενη αφερεγγυότητα.

Η έλλειψη της απαραίτητης δημοσιονομικής εξυγίανσης κατά τα τελευταία δέκα χρόνια, όπου η Ελλάδα γνώρισε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, σε συνδυασμό με τις ακόλουθες διαδοχικές αναφορές των δημοσιονομικών στοιχείων (στα μέσα Οκτωβρίου 2009, η νεοεκλεγείσα κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι το έλλειμμα του προϋπολογισμού για το 2009 ήταν 12,7% του ΑΕΠ, ενώ η προηγούμενη κυβέρνηση υποστήριξε τον Σεπτέμβριο του 2009 ότι το έλλειμμα δεν υπερέβαινε το 6,5% του ΑΕΠ), υπονόμισαν την αξιοπιστία της κυβέρνησης της Ελλάδας. Εκτός από αυτό, η μείωση της ανταγωνιστικότητας μετά την ένταξη στην ΟΝΕ, οδήγησε σε ένα συνεχές έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτά τα αυξημένα "δίδυμα ελλείμματα" μαζί με την έλλειψη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, υποχρέωσαν την Ελλάδα να εκδώσει νέα ομόλογα με σύντομες προθεσμίες λήξης και με υψηλότερα επιτόκια σε σύγκριση με την "άγκυρα" της ΟΝΕ, δηλαδή τη Γερμανία, προκειμένου να καλύψει το έλλειμμα του προϋπολογισμού. Η ικανότητα της ελληνικής κυβέρνησης να ανατρέψει το χρέος της αμφισβητήθηκε λόγω των αντιλήψεων των διεθνών κεφαλαιαγορών για την πιθανότητα ύπαρξης κρατικών χρεογράφων.

Οι πληρωμές για τα ελληνικά ομόλογα που εκδόθηκαν στο παρελθόν συγκεντρώνονται κατά την περίοδο 2010-2019, πράγμα το οποίο επηρέασε και επηρεάζει την πιθανότητα χρεοκοπίας κατά τα έτη αυτά. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές απαιτούσαν όλο και

υψηλότερα επιτόκια για να δανείσουν επιπλέον χρήματα στην Ελλάδα. Σε αυτό το σημείο θα ήταν σωστό να σημειωθεί πως, υπήρξε μεγάλη διακύμανση στα ελληνικά spreads από τις αρχές Νοεμβρίου του 2009 - αμέσως μετά τη νεοσύστατη σοσιαλιστική κυβέρνηση που ήρθε στην εξουσία - μέχρι την Κυριακή 11 Απριλίου του 2010, όταν τα μέλη της Ευρωζώνης συμφώνησαν να παράσχουν, εάν χρειαστεί, οικονομική βοήθεια στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, την άνοιξη-καλοκαίρι του 2008, η απόδοση του spread του 10ετούς ελληνικού ομολόγου (έναντι του γερμανικού) κυμάνθηκε από 25 έως 65 μονάδες βάσης. Στη συνέχεια, ακολούθησε η πιστωτική κρίση και έτσι το ελληνικό spread έφθασε τις 285 μονάδες βάσης τον Μάρτιο του 2009. Αργότερα, σημειώθηκε μείωση του ελληνικού spread που έφτασε τις 121 μονάδες βάσης τον Αύγουστο του 2009. Μετά τις γενικές εκλογές του Οκτωβρίου το 2009, μια δραματική αύξηση του ελληνικού spread καταγράφηκε, όταν ήταν προφανές ότι το δημόσιο χρέος δεν ήταν βιώσιμο. "Όταν μαθεύτηκαν τα νέα, η νέα κυβέρνηση στην Ελλάδα δεν ανταποκρίθηκε γρήγορα και προσπάθησε να τηρήσει τις εκλογικές της υποσχέσεις στην σκληρή πραγματικότητα "(Τσούκαλης 2010, σ. 1). Το ελληνικό spread συνέχιζε να αυξάνει και έφτασε τις 586 μονάδες βάσης τον Απρίλιο του 2010. Τον Οκτώβρη του 2010, το ελληνικό spread ήταν λίγο πιο πολύ από 900 μονάδες βάσης και υπήρχαν φόβοι για Domino Effect στην Ευρωζώνη και ανησυχίες για την ικανότητα και την προθυμία της ελληνικής κυβέρνησης να εφαρμόσει πλήρως το πρόγραμμα λιτότητας. Το 2010, η Ελλάδα υποβαθμίστηκε σε BBB - λόγω του υψηλού ελλείμματος του προϋπολογισμού και του μη βιώσιμου δημόσιου χρέους.

4.4.2 ΕΞΩΓΕΝΕΙΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ο πρωταρχικός εξωγενής παράγοντας της ελληνικής Δημοσιονομικής κρίσης ήταν η απουσία άμεσης εκδήλωσης στήριξης από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι κυβερνήσεις της ευρωζώνης δεν μπόρεσαν να δώσουν ένα σαφές μήνυμα που να δείχνει την ετοιμότητά τους για την υποστήριξη της Ελλάδας, ενώ η ελληνική δημοσιονομική κρίση

κλιμακωνόταν. Κάποιες ερωτήσεις όπως "είναι παράνομη η διάσωση;" τέθηκαν, κυρίως από τη Γερμανία, για ένα θέμα το οποίο εν μέρει ήταν πολιτικό. Ωστόσο, δεν υπάρχει τίποτα στη Συνθήκη του Μάαστριχτ που να εμποδίζει ένα κράτος μέλος ή όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ να βοηθήσουν μια χώρα που βρίσκεται σε οικονομική δυσκολία, μεμονωμένα ή με την υποστήριξη κάποιου εξωτερικού φορέα (ΔΝΤ, ΕΤΑΑ, ΕΤΕπ, Παγκόσμια Τράπεζα κ.λπ.). Λόγω των διαφωνιών μεταξύ των χωρών της ΕΕ, οι αγορές υπέθεσαν ότι η εγγύηση για το ελληνικό χρέος από άλλες χώρες της ΕΕ έχει σταματήσει να υπάρχει.

Ένας άλλος εξωγενής παράγοντας που συνέβαλε στην αστάθεια της ελληνικής οικονομίας ήταν η έλλειψη κονδυλίων αλληλεγγύης σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι μια νομισματική ένωση και όχι μια ομοσπονδία με έναν ομοσπονδιακό προϋπολογισμό. Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει μια κοινή νομισματική πολιτική σε υπερεθνικό επίπεδο, αλλά η οικονομική πολιτική (δημοσιονομικές πολιτικές, μισθολογικές πολιτικές, κοινωνικές πολιτικές, πιστωτικές ρυθμίσεις κ.λπ.) εξακολουθεί να βρίσκεται στα χέρια των εθνικών φορέων χάραξης πολιτικής. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί πως δεν υπάρχει κάποιος μηχανισμός προσαρμογής για την αντιμετώπιση μιας κρίσης σε υπερεθνικό επίπεδο, όποτε κι αν εμφανιστεί. Η έλλειψη ευρωπαϊκής αλληλεγγύης ήταν αναπόφευκτη πράγμα που φάνηκε από τη μεγάλη διαφορά των spreads Ελλάδας και Γερμανίας. Τελικά, οι ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης συμφώνησαν στις 25 Μαρτίου 2010 να δώσουν ένα τριετές πακέτο διάσωσης στην Ελλάδα, ποσού 110 δισ. ευρώ (τα 80 δισ. Ευρώ προέρχονταν από την ΟΝΕ και τα υπόλοιπα 30 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ). Στις 11 Φεβρουαρίου 2010, ο Πρόεδρος Jean-Claude Trichet ανακοίνωσε ότι η ΕΚΤ θα συνεχίσει να αποδέχεται το χρέος της ελληνικής κυβέρνησης ως εξασφάλιση, ανεξάρτητα από τις αξιολογήσεις των διεθνών οίκων αξιολόγησης. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί πως συνολικά, υπήρξαν τρία πακέτα στήριξης που έδωσε η Τρόικα στην Ελλάδα, το 2010, το 2012 καθώς και το 2015, τα οποία τροφοδότησαν το ελληνικό κράτος με 110, 130 και 86 δισεκατομμύρια ευρώ αντίστοιχα, ενώ επιβλήθηκαν μέτρα σκληρής λιτότητας.

4.4.3 ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Όπως μπορεί εύκολα να γίνει αντιληπτό, δεν συμφέρει καμία χώρα να αφήσει ένα μέλος της ΟΝΕ να απομακρυνθεί από τις υποχρεώσεις του, γιατί το πολιτικό και οικονομικό κόστος θα είναι πολύ μεγάλο για όλους. Θα υπάρξει μια γενική απώλεια εμπιστοσύνης όσον αφορά στην ικανότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης να αντιμετωπίσει τις δημοσιονομικές και τις οικονομικές προκλήσεις που προκύπτουν. Από τη μία πλευρά, αν η Ελλάδα αναγκαστεί να πτωχεύσει, είναι πολύ πιθανό αυτό να επηρεάσει τα ομόλογα των υπολοίπων χωρών της Ευρωζώνης, καθώς και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης, τα οποία κατέχουν σημαντικό μέρος των ελληνικών ομολόγων. Η κρίση του χρέους σε μια χώρα μέλος της Ευρωζώνης, θα μπορούσε να προκαλέσει μια γενικότερη κρίση που θα περιλαμβάνει και άλλες χώρες της ευρωζώνης οι οποίες θεωρούνται "εύθραυστες" και έχουν παρόμοια δημοσιονομικά προβλήματα (όπως η Ισπανία, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία). Μπορεί επίσης να υπάρξει διαχωρισμός της Ελλάδας από τα Βαλκάνια τόσο στο εμπόριο όσο και στους οικονομικούς δεσμούς. Οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί γίνονται ευρέως διαδεδομένοι μέσω των ελληνικών τραπεζών από τότε που οι ελληνικές τράπεζες κατέχουν σημαντικό μερίδιο αγοράς στα Βαλκάνια και στις νοτιοανατολικές Ευρωπαϊκές οικονομίες και είναι μεταξύ των πιο επιθετικών δανειστών στις χώρες αυτές. Επιπλέον, αν η Ελλάδα εξαναγκαστεί να χρεωκοπήσει, οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες που έχουν το κρατικό χρέος (περίπου 45 δισ. ευρώ) θα βρεθούν σε δυσχερή θέση.

Από την άλλη πλευρά, αν η Ελλάδα εγκαταλείψει οικειοθελώς την ΟΝΕ, δηλαδή αν σταματήσει να χρησιμοποιεί το ευρώ και εγκαθιδρύσει ένα εθνικό νόμισμα, θα υπάρξουν ορισμένες οικονομικές επιπτώσεις. Πρώτον, θα αντιμετωπίσει μεγαλύτερες πληρωμές οφειλών λόγω υποτίμησης του εθνικού νομίσματος. Δεύτερον, οι διεθνείς κεφαλαιαγορές δεν θα μπορούν να παράσχουν οικονομική βοήθεια στην Ελλάδα για κάποια χρόνια. Τρίτον, η Ελλάδα θα αποκλειστεί από τις διεθνείς αγορές και δεν θα έχει τη δυνατότητα να δανειστεί χρήματα για τη χρηματοδότηση δημοσιονομικών ελλειμμάτων και εμπορικών ελλειμμάτων.

Συνεχίζοντας, μπορούμε να πούμε πως όταν συζητάμε πιθανά σενάρια για την ελληνική δημοσιονομική κρίση δεν πρέπει να λησμονούμε ότι το σχέδιο για το ευρώ φαίνεται να είναι μια πολιτική κατασκευή κατά κύριο λόγο και όχι οικονομική. Σύμφωνα με τον Λουκά Τσούκαλη το 2010, η οικονομική και νομισματική ένωση είναι ο 'απόγονος' της Γαλλίας και της Γερμανίας και πιο συγκεκριμένα του Προέδρου Mitterrand και του Καγκελάριου Kohl. Δημιουργήθηκε κυρίως για πολιτικούς σκοπούς και για τη διατήρηση της ειρήνης στην ήπειρο και όχι για οικονομικούς λόγους . Όπως γίνεται λοιπόν αντιληπτό, η αξιοπιστία του ευρώ έχει τεθεί σήμερα σε κίνδυνο, αλλά πολλά πολιτικά κεφάλαια έχουν επενδυθεί όλα αυτά τα χρόνια για να το αφήσουν να πεθάνει. Αυτή τη στιγμή δεν είναι στα άμεσα σχέδια της Ευρώπης να υπάρξει μια πολιτική ένωση, αλλά κρίνεται απαραίτητο να σχεδιάσει και να εφαρμόσει ένα θεσμό (όπως το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας) για την οικονομική υποστήριξη των χωρών που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες.

5. ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όπως προαναφέρθηκε, η αγελαία συμπεριφορά αποτελεί τα τελευταία χρόνια, ένα σημαντικό ερευνητικό θέμα, κυρίως μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Η ύπαρξη της αγελαίας συμπεριφοράς, μπορεί να οδηγήσει σε λάθος αξιολογήσεις των χρηματιστηριακών τιμών, καθώς οι ορθολογικές αποφάσεις των επενδυτών μπορεί να επηρεαστούν από την εκδήλωση προσωπικών προσδοκιών σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη του ρίσκου και του κέρδους (Angela Filip, Miruna Pochea and Andreea Pece, 2015).

5.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Έχει παρατηρηθεί πως υπάρχει ένα κενό μεταξύ της θεωρίας και των εμπειρικών στοιχείων, γιατί τα θεωρητικά μοντέλα είναι πιο αφηρημένα. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες δεν εξετάζουν συγκεκριμένα θεωρητικά μοντέλα. Απλά, επαληθεύουν την εμφάνιση ταυτόχρονων αποφάσεων σε ένα χρηματιστήριο ή σε μια συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η συμπεριφορά της αγέλης είναι πιο πιθανό να εμφανιστεί σε περιόδους που παρατηρείται πίεση στην αγορά, καθώς τότε οι μεμονωμένοι επενδυτές είναι πιο επιρρεπείς στο να παραβλέψουν τις προσωπικές τους εκτιμήσεις και να ακολουθήσουν την τάση της αγοράς σημειώνοντας με αυτόν τον τρόπο χαμηλή διαστρωματική διασπορά στις αποδόσεις των μετοχών. Ένας πολύ συνηθισμένος τρόπος μέτρησης της αγελαίας συμπεριφοράς, ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί και στην παρούσα εργασία, είναι η διαστρωματική μέση απόλυτη απόκλιση των αποδόσεων των μετοχών ή αλλιώς Cross Sectional Absolute Deviation (CSAD) που δίνεται από τον τύπο:

$$CSAD_t = \sum_{i=1}^n |R_{i,t} - R_{m,t}| / N, \text{ όπου} \quad (1)$$

$R_{i,t}$: Η απόδοση της μετοχής i τη χρονική στιγμή t

$R_{m,t}$: Η διαστρωματική μέση τιμή των αποδόσεων των N μετοχών τη χρονική στιγμή t

N : Ο αριθμός όλων των μετοχών της αγοράς που εξετάζεται τη χρονική στιγμή t

Η συγκεκριμένη μέθοδος προτάθηκε από τους Chang, Cheng και Khorana το 2000 ως ένα αξιόπιστο μέτρο προσέγγισης της αγελαίας συμπεριφορά. Μέχρι τότε, η αγελαία συμπεριφορά μετριοταν μέσω της διαστρωματικής τυπικής απόκλισης των αποδόσεων των μετοχών (Cross Sectional Standard Deviation-CSDD), η οποία δεν ήταν πολύ αξιόπιστη επειδή επηρεαζόταν σε σημαντικό βαθμό από τις ακραίες παρατηρήσεις (Christie and Huang, 1995). Όπως βλέπουμε το CSSD δίνεται από τον εξής τύπο:

$$CSSD_t = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_{i,t} - R_{m,t})^2}{N-1}}, \text{ όπου} \quad (2)$$

$R_{i,t}$: Η απόδοση της μετοχής i τη χρονική στιγμή t

$R_{m,t}$: Η διαστρωματική μέση τιμή των αποδόσεων των N μετοχών τη χρονική στιγμή t

N : Ο αριθμός όλων των μετοχών της αγοράς που εξετάζεται τη χρονική στιγμή t

Η μέση απόλυτη απόκλιση φαίνεται να είναι ένα μέτρο που δεν επηρεάζεται τόσο από τις ακραίες τιμές των μετοχών, σε αντίθεση με την μέση τυπική απόκλιση. Ενώ στο CSAD κάθε μονάδα απόκλισης λειτουργεί προσθετικά στη μέση τιμή, στο CSSD η μέση τιμή αυξάνεται εκθετικά με την προσθήκη της κάθε μονάδας, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα την

εμφάνιση σφάλματος που δεν εξαλείφεται από την τετραγωνική ρίζα του τύπου (Gorard 2005).

Μια σειρά από μελέτες που έχουν γίνει, έχουν εξετάσει την συμπεριφορά της αγέλης χρησιμοποιώντας μη γραμμικά υποδείγματα, για την ερμηνεία της σχέσης της μέσης απόλυτης απόκλισης (CSAD) με την απόδοση της αγοράς (R_m). Η μέτρηση της συμπεριφοράς της αγέλης, όπως μπορούμε να δούμε παρακάτω, γίνεται με τον εξής τύπο :

$$CSAD_t = c + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R^2_{m,t} + e_t, \quad (3)$$

Ο συντελεστής γ_2 όταν παίρνει αρνητική τιμή και είναι και στατιστικά σημαντική υποδηλώνει την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς (Chang et al 2000). Από την άλλη μεριά, η θετική τιμή του συντελεστή γ_2 αν είναι και στατιστικά σημαντική υποδηλώνει την ισχύ του ορθολογικού υποδείγματος αποτίμησης.

Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή, ένα θέμα που θα εξεταστεί στην παρούσα εργασία είναι το αν οι επενδυτές τείνουν να έχουν αγελαία συμπεριφορά τις ημερομηνίες των ανακοινώσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ECB - European Central Bank) και/ή των ανακοινώσεων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α (FED - Federal Reserve System) . Για να ερευνηθεί αυτό το ερώτημα θα χρησιμοποιηθεί ο εξής τύπος :

$$CSAD_t = c + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R^2_{m,t} + \gamma_3 DUM_{tECB} R^2_{m,t} + \gamma_4 DUM_{tFED} R^2_{m,t} + e_t \quad (4)$$

Η μεταβλητή DUM_{tECB} είναι μια ψευδομεταβλητή (dummy), η οποία παίρνει την τιμή 1 κάθε ημέρα που υπάρχει κάποια ανακοίνωση της ECB σχετικά με την νομισματική πολιτική που ακολουθεί στην Ευρώπη, ενώ παίρνει την τιμή 0 κάθε μέρα που δεν υπάρχει ανακοίνωση. Η μεταβλητή DUM_{tFED} είναι μια ψευδομεταβλητή (dummy), η οποία παίρνει την τιμή 1 κάθε ημέρα που υπάρχει κάποια ανακοίνωση του FED σχετικά με την

νομισματική πολιτική που ακολουθεί στην Αμερική , ενώ παίρνει την τιμή 0 κάθε μέρα που δεν υπάρχει ανακοίνωση.

5.3 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Στην παρούσα εργασία, χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο σε Ελλάδα και Γερμανία από την 01/01/2007 έως και την 31/12/2016. Παρακάτω ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή των Χρηματιστηρίων της Αθήνας και της Φρανκφούρτης.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΦΡΑΝΚΦΟΥΡΤΗΣ

Ένας βασικός χρηματιστηριακός δείκτης της αγοράς της Γερμανίας είναι ο δείκτης DAX. Ο δείκτης DAX είναι ένας δείκτης ο οποίος θεσπίστηκε την 1^η Ιουλίου του 1988 και υπολογίζεται με βάση 30 γερμανικές εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης και εμφανίζουν την πιο μεγάλη κεφαλαιοποίηση και τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών. Κάποιες από τις εταιρείες που συμπεριλαμβάνονται στον δείκτη είναι.

Ο δείκτης αποτελείται από τις λεγόμενες ‘blue chip’ εταιρείες και από την 1^η Ιανουαρίου του 2006 το σύστημα το οποίο είναι υπεύθυνο για τις τιμές που λαμβάνονται είναι το Xetra. Το σύστημα υπολογίζει την τιμή του DAX ανά δευτερόλεπτο.

Υπάρχουν δύο εκδοχές του δείκτη :

- ο δείκτης απόδοσης και
- ο δείκτης τιμών

Η διαφορά έγκειται στο γεγονός πως στον υπολογισμό του δείκτη απόδοσης λαμβάνονται υπ' όψιν και τα μερίσματα. Παρ' αυτά ο πιο διαδομένος είναι ο δείκτης τιμών, γιατί μοιάζει με τους υπόλοιπους δείκτες χρηματιστηριακών αγορών των άλλων χωρών.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

Ο κύριος χρηματιστηριακός δείκτης της Ελλάδας, θεωρείται πως είναι η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αυτός ο συγκεκριμένος δείκτης θεσπίστηκε το 1876. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών υπάρχουν συνολικά πάνω από 30 δείκτες, όπως είναι ο FTSE/Athens Large Cap ή FTSE25, ο FTSE/Athex Mid Cap Inde κ.λ.π.

Η υψηλότερη τιμή του δείκτη εμφανίστηκε στις 21 Σεπτεμβρίου του 1999 λίγο πριν από το κραχ του 1999. Ακόμα, πρέπει να σημειωθεί πως το Χρηματιστήριο Αθηνών δεν λειτούργησε από τις 29 Ιουνίου του 2015 έως και τις 3 Αυγούστου του 2015 εξ' αιτίας της τραπεζικής αργίας που είχε κηρυχθεί. Ο γενικός δείκτης εκείνη την περίοδο έχασε πάνω από το 16% της αξίας του με τις τραπεζικές μετοχές να χάνουν το μέγιστο επιτρεπόμενο όριο του 30% επί των συναλλαγών της ημέρας.

Όπως προαναφέρθηκε, η έρευνα έγινε από την 1 Ιανουαρίου 2007 έως και την 31 Δεκεμβρίου 2016. Το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επιλέχθηκε, γιατί εκείνη την περίοδο τόσο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα όσο και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. ακολούθησαν αντισυμβατική πολιτική μόνο και μόνο για να αντιμετωπίσουν την οικονομική κρίση που βρισκόταν σε εξέλιξη. Η Ελλάδα επιλέχθηκε να 'αντιπροσωπεύσει' τις χώρες της Ευρωζώνης οι οποίες αντιμετωπίζουν σοβαρές οικονομικές δυσκολίες κατά τη διάρκεια της κρίσης. Από την άλλη μεριά, η Γερμανία παρουσιάζεται ως 'αντιπρόσωπος' των ισχυρών οικονομιών της Ευρωζώνης. Σε αυτό το σημείο θεωρείται σκόπιμο να αναφερθούν λίγα λόγια όχι μόνο για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά και για την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α.

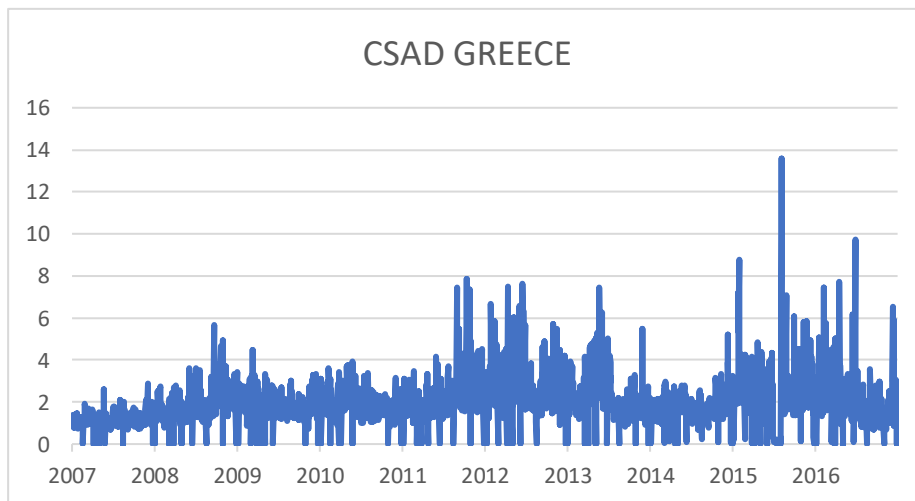
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ECB)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank) είναι η κεντρική τράπεζα των 19 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Βασικό καθήκον της τράπεζας είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και, ως εκ τούτου, η διαφύλαξη της αγοραστικής δύναμης του ενιαίου νομίσματος. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι ένα από τα επίσημα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αποτελεί τον πυρήνα του Ευρωσυστήματος, καθώς και του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού για την τραπεζική εποπτεία.

ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ ΗΠΑ (FED)

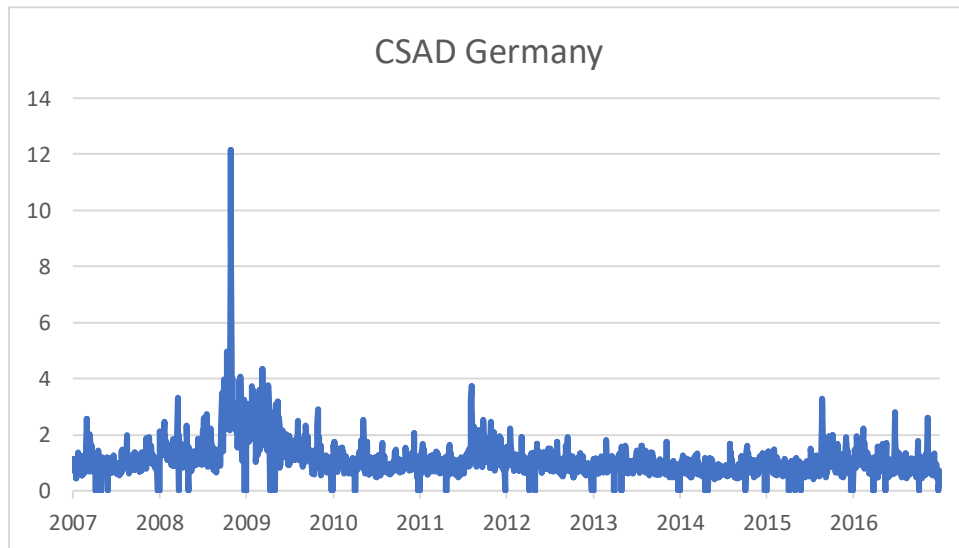
Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve System ή Federal Reserve), είναι το κεντρικό τραπεζικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών. Ιδρύθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913 με την ψήφιση του νόμου Federal Reserve Act, σε μεγάλο βαθμό σε απάντηση σε μια σειρά συμβάντων χρηματοοικονομικού πανικού, και ιδιαίτερα της σοβαρής τραπεζικής κρίσης του 1907. Με την πάροδο του χρόνου, οι ρόλοι και οι αρμοδιότητες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ έχουν επεκταθεί και η δομή της έχει εξελιχθεί. Γεγονότα όπως η Μεγάλη Ύφεση ήταν σημαντικοί παράγοντες που οδήγησαν σε αλλαγές στο σύστημα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας.

Η εξέλιξη του CSAD, κατά την περίοδο 2007 έως 2016, παρουσιάζεται στον πίνακα 1 όσον αφορά στην Ελλάδα και στον πίνακα 2 όσον αφορά στη Γερμανία. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στον πίνακα 1, οι τιμές του CSAD φαίνονται να είναι σταθερές διαχρονικά, εκτός από κάποιες περιπτώσεις που υπερβαίνουν κατά πολύ τον μέσο όρο. Αυτές οι περιόδους είναι το τέλος του 2008 και η αρχή του 2009, επειδή τότε η χρηματοοικονομική κρίση εμφανίστηκε στην Ελλάδα, το τέλος του 2011 και η αρχή του 2012 όπου η Ελλάδα έλαβε το δεύτερο πακέτο στήριξης από την Τρόικα και τέλος τα μέσα του 2015 και το πρώτο μισό του 2016 όπου τότε έγινε η επιβολή των Capital Controls και η λήψη του τρίτου πακέτου στήριξης.



Πίνακας 1. Η εξέλιξη της Μέσης Απόλυτης Απόκλισης (CSAD) του ελληνικού χρηματιστηριακού δείκτη (2007-2016)

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στον πίνακα 2, οι τιμές του CSAD φαίνονται να είναι σταθερές διαχρονικά, εκτός από μία περίπτωση που υπερβαίνουν κατά πολύ τον μέσο όρο. Αυτή η περίοδος είναι το τέλος του 2008 και πιο συγκεκριμένα τα τέλη Οκτώβρη, επειδή τότε η χρηματοοικονομική κρίση επηρέασε το Χρηματιστήριο της Γερμανίας, όπως και όλα τα χρηματιστήρια σε παγκόσμια κλίμακα .



Πίνακας 2. Η εξέλιξη της Μέσης Απόλυτης Απόκλισης (CSAD) του γερμανικού χρηματιστηριακού δείκτη (2007-2016)

5.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στις σελίδες που ακολουθούν, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, σύμφωνα με το μοντέλο CSAD, χρησιμοποιώντας καθημερινές πληροφορίες από 01/01/2007 έως και 31/12/2016 για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές στην Ελλάδα και τη Γερμανία. Το (*) αντιπροσωπεύει τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%.

Στον πίνακα 3, ο συντελεστής του R_{market}^2 είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός ($p\text{-Value}<0.05$, άρα απορρίπτεται η H_0 : Ο συντελεστής του γ_2 μπορεί να είναι ίσος με το 0) για το συγκεκριμένο μοντέλο της παλινδρόμησης, το οποίο υποδηλώνει την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 01/01/2007 έως και 31/12/2016. Επίσης, πρέπει να υπογραμμιστεί πως οι συντελεστές για τη σταθερά και για το R_{market} είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί ($p\text{-Value}<0.05$).

Dependent Variable: CSAD_GREECE

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1/02/2007 12/30/2016

Included observations: 2609 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.741183	0.035565	48.95827	0.0000*
RMARKET	0.181747	0.023420	7.760212	0.0000*
RMARKET ²	-0.008868	0.002558	-3.466952	0.0005*

Πίνακας 3. Αποτελέσματα μη-γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση OLS για την Ελλάδα

Στον πίνακα 4, ο συντελεστής του R_{market}^2 είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός ($p\text{-Value}<0.05$, άρα απορρίπτεται η H_0 : Ο συντελεστής του R_{market}^2 μπορεί να είναι ίσος με το 0) για το συγκεκριμένο μοντέλο της παλινδρόμησης, το οποίο υποδηλώνει την απουσία της αγελαίας συμπεριφοράς στο Χρηματιστήριο Γερμανίας κατά την περίοδο 01/01/2007 έως και 31/12/2016 και την ισχύ του ορθολογικού υποδείγματος αποτίμησης. Επίσης, πρέπει να υπογραμμιστεί πως οι συντελεστές για τη σταθερά και για το R_{market} είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί ($p\text{-Value}<0.05$).

Dependent Variable: CSAD_GERMANY
 Method: Least Squares
 Sample (adjusted): 1/02/2007 12/30/2016
 Included observations: 2609 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.890532	0.018018	49.42359	0.0000*
RMARKET	0.134619	0.020214	6.659584	0.0000*
RMARKET ²	0.036369	0.003618	10.05129	0.0000*

Πίνακας 4. Αποτελέσματα μη-γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση OLS για τη Γερμανία

Στον πίνακα 5, ο συντελεστής του Rmarket² είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός (p-Value<0.05, άρα απορρίπτεται η H₀: Ο συντελεστής του Rmarket² μπορεί να είναι ίσος με το 0) για το συγκεκριμένο μοντέλο της παλινδρόμησης, το οποίο υποδηλώνει την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 01/01/2007 έως και 31/12/2016. Επίσης, πρέπει να υπογραμμιστεί πως οι συντελεστές για τη σταθερά και για το Rmarket είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί (p-Value<0.05). Ακόμα, στο συγκεκριμένο μοντέλο, το p-Value για την μεταβλητή ECB_ACTIONS είναι μεγαλύτερο του 0,05 (άρα είναι μη στατιστικά σημαντική η μεταβλητή). Όσον αφορά στη μεταβλητή FED_ACTIONS, παρ' όλο που είναι στατιστικά σημαντική, το θετικό πρόσημο υποδηλώνει πως οι αποφάσεις του FED, δεν δημιουργούν αγελαία συμπεριφορά, οπότε, φαίνεται να είναι σε ισχύ το ορθολογικό υπόδειγμα αποτίμησης.

Dependent Variable: CSAD_GREECE
 Method: Least Squares
 Sample (adjusted): 1/02/2007 12/30/2016
 Included observations: 2609 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.741771	0.035557	48.98593	0.0000*
RMARKET	0.179884	0.023431	7.677311	0.0000*
RMARKET ²	-0.008681	0.002562	-3.388549	0.0007*
ECB_ACTIONS	-0.002310	0.009055	-0.255147	0.7986
FED_ACTIONS	0.106486	0.051049	2.085975	0.0371*

Πίνακας 5. Αποτελέσματα μη-γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση OLS για την Ελλάδα λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ανακοινώσεις των ECB, FED

Στον πίνακα 6, ο συντελεστής του R_{market}^2 είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός (p -Value<0.05, άρα απορρίπτεται η H_0 : Ο συντελεστής του R_{market}^2 μπορεί να είναι ίσος με το 0) για το συγκεκριμένο μοντέλο της παλινδρόμησης, το οποίο υποδηλώνει την απουσία της αγελαίας συμπεριφοράς στο Χρηματιστήριο της Γερμανίας κατά την περίοδο 01/01/2007 έως και 31/12/2016 και την ισχύ του ορθολογικού υποδείγματος αποτίμησης. Επίσης, πρέπει να υπογραμμιστεί πως οι συντελεστές για τη σταθερά και για το R_{market} είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί (p -Value<0.05). Ακόμα, στο συγκεκριμένο μοντέλο, το p -Value για τη μεταβλητή $FED_ACTIONS$ είναι μεγαλύτερο του 0,05 (άρα είναι μη στατιστικά σημαντική η μεταβλητή), ενώ όσον αφορά στη μεταβλητή $ECB_ACTIONS$, παρ' όλο που είναι στατιστικά σημαντική, το θετικό πρόσημο υποδηλώνει πως οι αποφάσεις της ECB, δεν δημιουργούν αγελαία συμπεριφορά, οπότε, φαίνεται να είναι σε ισχύ το ορθολογικό υπόδειγμα αποτίμησης.

Dependent Variable: CSAD_GERMANY

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1/02/2007 12/30/2016

Included observations: 2609 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.891417	0.018018	49.474814	0.0000*
RMARKET	0.133964	0.020207	6.629557	0.0000*
RMARKET²	0.035792	0.003637	9.841840	0.0000*
ECB_ACTIONS	0.019591	0.009141	2.143294	0.0322*
FED_ACTIONS	0.005611	0.013411	-1.418399	0.6757

Πίνακας 6. Αποτελέσματα μη-γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση OLS για τη Γερμανία λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ανακοινώσεις των ECB, FED

5.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο πρώτο μέρος της έρευνας, θελήσαμε να δούμε αν εμφανίζεται η αγελαία συμπεριφορά σε περιόδους κρίσης της οικονομίας. Όπως υπογραμμίστηκε και από τους Christie και Hwang το 1995, η αγελαία συμπεριφορά είναι πιο πιθανό να παρουσιαστεί σε περιόδους ακραίων καταστάσεων στην αγορά. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί πως, η αγελαία συμπεριφορά δεν παρατηρείται αποκλειστικά και μόνο σε περιόδους κρίσης. Απλά, γίνεται περισσότερο εμφανής σε καταστάσεις ακραίων μεταβολών των αποδόσεων και της μεταβλητότητας της αγοράς. Αυτό συμβαίνει όταν οι επενδυτές βρίσκονται κάτω από την πίεση του άγχους και της αβεβαιότητας και γι' αυτό τον λόγο δεν βασίζονται στις προσωπικές τους πεποιθήσεις και πληροφορίες. Αντιθέτως, παίρνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις αποκλειστικά με γνώμονα τις συλλογικές δράσεις οι οποίες παρατηρούνται στην αγορά, ακόμη και στις περιπτώσεις που διαφωνούν με αυτές.

Καταλήξαμε λοιπόν στο συμπέρασμα πως, σε μικρότερες χώρες, όπως είναι η Ελλάδα υπήρξε αγελαία συμπεριφορά κατά την περίοδο 2007-2016, όπως ήταν αναμενόμενο. Από την άλλη μεριά, φαίνεται πως σε πιο μεγάλες χώρες, όπως είναι η Γερμανία, οι επενδυτές δεν έπαιρναν τις επενδυτικές τους αποφάσεις βασιζόμενοι στις αποφάσεις των υπολοίπων επενδυτών, δηλαδή δεν επηρεάζονταν από ψυχολογικούς παράγοντες.

Στο δεύτερο μέρος της έρευνας, θελήσαμε να δούμε αν οι ανακοινώσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α., σχετικά με την νομισματική πολιτική των χωρών της Ευρώπης και των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, αποτέλεσαν έναν λόγο εμφάνισης της συμπεριφοράς της αγέλης. Όπως αποδείχθηκε, στην Ελλάδα συνέχισε να υπάρχει αγελαία συμπεριφορά και μετά τις ανακοινώσεις, ενώ στη Γερμανία δεν υπήρξε κάποια ένδειξη αγελαίας συμπεριφοράς. Ειδικότερα, και για τις δύο προαναφερθείσες χώρες μπορούμε να πούμε πως οι ίδιες οι ανακοινώσεις των ECB, FED δεν δημιούργησαν αγελαία συμπεριφορά.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί η ανάγκη για περαιτέρω έρευνα στον τομέα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, καθώς είναι ένας κλάδος ο οποίος έχει αρχίσει να μελετάτε σχετικά πρόσφατα και δεν έχει γίνει ακόμα αντιληπτή η σπουδαιότητά του.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Asch, S., 1950. Studies of independence and conformity: A minority of one against a unanimous majority. *Psychological Monographs* 70 No. 416.

Avery, C., Zemsky, P., 1998. Multidimensional uncertainty and herd behaviour in financial markets. *American Economic Review* 88, 724-748.

Banerjee A., 1992. A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics* 107, 797-817.

Barberis, N., Shleifer, A., 2003. Style investing. *Journal of Financial Economics* 68, 161–199.

Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, P., 1998. A Model of Investor Sentiment. *The Journal of Financial Economics* 49, 307-343.

Barberis, N., Thaler, R., 2003. A survey of behavioral finance, in G.M.

Constantinides, M. Harris and R. Stulz eds, 2008. *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science B.V., Amsterdam, 1053-1128.

Bikhchandani, S., Sharma, S., 2001. Herd Behavior in Financial Markets. IMF Staff Papers 47, 279–310.

Borch Chr., 2007. Crowds and economic life: bringing an old figure back in
Economy and Society 36 (4), 549–573.

Chang, E., Cheng, J., Khorana, A., 2000. An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. Journal of Banking & Finance 24 (10), 1651-1679.

Christie W.G., Huang, R.D., 1995. Following the pied piper: do individual returns herd around the market?. Financial Analysts Journal 51 (4), 31-37.

Caparrelli, F., D’Arcangelis, A., Cassuto, A., 2004. Herding in the Italian Stock Market: A Case of Behavioral Finance. The Journal of Behavioral Finance 5 (4), 222–230.

Damodaran, A., 2011. Musings on Markets Saturday, Herding behavior: Why, so what and what if?. available at: <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2011/01/herding-behavior-why-so-what-and-what.html>.

Das U., Davies, N., Podpiera, R., 2003. Insurance and Issues in Financial Soundness. IMF Working Paper No.03/138.

Devenow, A., Welch, I., 1996. Rational herding in financial economics. *European Economic Review* 40, 603-615.

Fama, E.F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25 (2), 383-417.

Friedman M., 1953, *The Methodology of Positive Economics* Milton Friedman.

Gorard, St., 2005. Revisiting a 90-year-old debate: the advantages of the mean deviation. *British Journal of Educational Studies* 53, 417-430.

Hachicha, N., Bouri, A., Chakroun, H., 2008. The Herding Behaviour and the Measurement Problems: Proposition of Dynamic Measure. *International Review of Business Research Papers* 4 (1), 160-177.

Haiss, P., 2005. Banks, Herding and Regulation: a Review and Synthesis. Paper for presentation at the Workshop on Informational Herding Behavior Copenhagen, Sept. 16-18, 2005.

Haiss, P., 2010. Bank Herding and Incentive Systems as Catalysts for the Financial Crisis. *The IUP Journal of Behavioral Finance* 7 (1 &2), 30-58.

Hirshleifer, and Ivo Welch 1992,, "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades," *Journal of Political Economy* 100, no. 5 (Oct., 1992): 992-1026.

Hirschleifer, D., 2001. Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance* 56 (4), 1533-1597.

Hirshleifer, D., Teoh, S.H., 2003. Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *European Financial Management* 9, 25–66.

Holmstrom B., 1999. Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective. *Review of Economic Studies* 66 (1), 169-182.

Hott, C., 2009. Herding behavior in asset markets. *Journal of Financial Stability* 5, 35-56

Kaminsky, G., Schmukler, S., 1999. What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis. *Journal of International Money and Finance* 18 (4), 537-560.

Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance* 49, 1541-1578.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1992. The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics* 32, 23-43.

Le Bon Gustave, 1895, *The crowd*. New York: Viking, 1895.

Lopes, L.L., 1987. *Between Hope and Fear: The Psychology of Risk*. *Advances in Experimental Social Psychology* 20, 255-295.

Lütje, T., Menckhoff, L., 2003. *Risk Management, Ration Investors: A Macro View*; in: Frenkel, M. et al. (eds.), *Risk Management*, 2nd ed., Springer, 785-799.

Miller M., Modigliani, F., 1961. *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. *Journal of Business* 34 (4), 411–433.

Nofsinger, J.R., Sias, R.W., 1999. *Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors*. *Journal of Finance* 54, 2263-2295.

Rabin M., 2000, *Risk Aversion and Expected-utility Theory: A Calibration Theorem*, *Journal of the Econometric Society*.

Ricciardi, V., Simon, H.K., 2000. *What is Behavioral Finance?*. *Business, Education and Technology Journal* Fall 2000. Victor Ricciardi, *A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance*. SSRN working paper. 2005.

Roll, R.R., 1992, *A Mean/Variance Analysis of Tracking Error*. *Journal of Portfolio Management* 18, 13-22.

Scharfstein, D., Stein, J., 1990. Herd behavior and investment. *American Economic Review* 80 (3), 465– 479.

Shefrin, H., 2009. How Psychological Pitfalls Generated the Global Financial Crisis. Chapter in *Insights into the Global Financial Crisis*, Laurence B. Siegel, ed., CFA Institute.

Shefrin, H., 2000. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford University Press.

Shefrin, H., Statman, M., 1985. Explaining Investor Preference for Cash Dividends *Journal of Financial Economics* 13, Reprinted in *Advances in Behavioral Finance*, ed. Richard H. Thaler, New York: Russell Sage Foundation, 1993.

Shleifer, A., Summers, L., 1990. The Noise Trader Approach to Finance. *Journal of Economic Perspectives* 4 (2), 19-33.

Shiller, R.J., 2003. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives* 17 (1), 83–104.

Subrahmanyam, A., 2007, *Behavioural Finance: A Review and Synthesis*. *European Financial Management* 14 (1), 12–29.

Trueman, Br., 1994. Analyst Forecasts and Herding Behavior. *The Review of*

Financial Studies 7 (1), 97-124.

Tversky, A., Kahneman, D., 1974. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. Science 185, 1124-31

V Ramiah, X Xu, IA Moosa - International Review of Financial Analysis, 2015.

Zhou, R.T., Lai, R.N., 2006. A New Perspective of Market Behavior with Spurious Herding?. The 19th Annual Australasian Finance and Banking Conference organized by the School of Banking and Finance of the University of New South Wales, Sydney.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αλεξιάκης, Χρ., Ξανθάκης, Μ., 2008. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλη.

Κουρέτας Γεώργιος, Βλάμης Πρόδρομος 2010, The Greek crisis: causes and implications, Panoeconomicus, 4, pp. 391-404.

Μπούρας, Λύκουρας 2011, Η οικονομική κρίση και οι επιπτώσεις της στη ψυχική υγεία.

Σόρος George, 2010, The Crisis and the Euro, www.nybooks.com/articles/2010/08/19/crisis-euro/

Σπύρου, Σπ., 2009. Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία, Εκδόσεις Μπένου.

Φίλιππας, Ν., Η επίδραση του φόβου στις επενδύσεις, www.euro2day.gr, 17/06/2010

Φίλιππας, Ν., Τα επτά θανάσιμα αμαρτήματα των επενδύσεων, www.euro2day.gr, 23/8/2010.

Χαρδούβελης Γ., <https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/EconomyMarketsIV7GR.pdf>

Ανάλυση Μελετών και Προβλέψεων τράπεζας Eurobank, Τόμος, 2009.

ΙΣΤΟΤΟΠΟΙ

www.behaviouralfinance.net

www.euretirio.com

www.euro2day.gr