



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

**ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ
ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΣ**

ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ Ρ. ΚΑΛΜΑΝΙΔΟΥ

Πειραιάς , 2012

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία αναφέρεται σε μια νέα διάσταση της χρηματοοικονομικής επιστήμης τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική.

Η εργασία αποτελείται από τρία κεφάλαια.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια αντιπαραβολή μεταξύ κλασικής και συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Επιπρόσθετα γίνεται μια σύντομη αναφορά στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική σε επίπεδο επενδυτών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στις τρεις κατηγορίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής: συμπεριφορικά σφάλματα (behavioral biases), ευριστικοί κανόνες (heuristics) και πλαίσιο διατύπωσης (framing) και το πώς αυτές επηρεάζουν τα επιτελικά στελέχη και την πορεία των επιχειρηματικών οργανισμών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται πέντε περιπτώσεις μελέτης (case studies) παγκόσμιων επιχειρηματικών οργανισμών που καταστράφηκαν λόγω των συμπεριφορικών σφαλμάτων που διέπραξαν και των ευριστικών κανόνων που υιοθέτησαν τα επιτελικά στελέχη τους.

Τέλος κλείνουμε με τον επίλογο στον οποίο προτείνονται τρόποι για την αποφυγή ή τον περιορισμό των επιχειρηματικών καταστροφών λόγω συμπεριφορικών φαινομένων.

Ευχαριστίες

Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Νικόλαο Φίλιππα, Αναπληρωτή Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς για τη συμβολή του στην επιλογή του θέματος της παρούσας διπλωματικής εργασίας και τις σημαντικές παρατηρήσεις που έκανε ως επιβλέπων καθηγητής.

Ευχαριστώ επίσης τους γονείς μου και την αδερφή μου οι οποίοι υπήρξαν συμπαραστάτες στην διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	1
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΘΕΩΡΙΩΝ.....	1
1.1 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	1
1.2 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	3
1.3 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	6
1.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ.....	8
1.5 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ARBITRAGE.....	11
1.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΜΕ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ARBITRAGE.....	13
1.7 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΟΥ ARBITRAGE.....	14
1.8 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ.....	14
1.9 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤ/ΚΗΣ.....	15
1.10 ΕΥΡΙΣΤΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ (Heuristic Rules).....	18
1.11 Συμπεριφορικά Σφάλματα (Behavioral Biases).....	32
1.11.1 ΓΝΩΣΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ.....	32

1.11.2 ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ (Emotional) Bias.....	39
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	45
2.1 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και Επιχειρηματικοί Οργανισμοί.....	45
2.2 Συμπεριφορικά Σφάλματα των Επιτελικών Στελεχών των επιχειρήσεων.....	49
2.2.1 Οι ψυχολογικές επιπτώσεις της υπερβάλλουσας αισιοδοξίας των στελεχών.....	50
2.2.2 Παράγοντες που προσδιορίζουν ψυχολογικά την υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των επιτελικών στελεχών μιας επιχείρησης.....	52
2.2.3 Ενδεικτικοί παράγοντες αναγνώρισης της υπερβολικής αισιοδοξίας και της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης οι οποίες χαρακτηρίζουν τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων.....	53
2.2.4 Ευαισθησία της επένδυσης στις χρηματοροές, υπερβολική αισιοδοξία, αυτοπεποίθηση και διαχείριση μετρητών.....	56
2.2.5 Μία επιπλέον διάσταση της υπεραυτοπεποίθησης των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων: Η Υπόθεση της Ύβρης (Hubris Hypothesis) και η Κατάρρα του Νικητή (winners curse).....	58
2.2.6 Συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία προκύπτουν από το συμπεριφορικό σφάλμα της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης (overconfidence) των Επιτελικών Στελεχών των Επιχειρήσεων.....	60

2.3.1 Σφάλμα επιβεβαίωσης (Confirmation Bias).....	61
2.3.2 Ψευδαίσθηση του ελέγχου (Illusion of control).....	61
2.3.3 Σφάλμα Προβολής (projection Bias)	62
2.3.4 Η πλάνη «των ζεστών χεριών» (Hot – Hand fallacy).....	63
2.3.5 Η πλάνη του παίχτη (Gambler’s fallacy).....	64
2.3.6 «Εκ’ των υστέρων» συμπεριφορικό σφάλμα (hindsight bias).....	65
2.4 Συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία συνδέονται με την αποζημίωση των στελεχών των επιχειρήσεων με μετοχές της επιχείρησης.....	66
2.5 Ευριστικοί Κανόνες (Heuristics).....	69
2.6 Επίδραση των Ευριστικών Κανόνων της αντιπροσωπευτικότητας και της επίδρασης του συναισθήματος στην αξιολόγηση της σχέσης κινδύνου – απόδοσης.....	72
2.7 Πλαισίωση – Διατύπωση (Framing).....	73
2.8 Κλιμάκωση της Δέσμευσης (escalation of commitment).....	75
2.9 Διαμάχες σε θέματα εκπροσώπησης συμφερόντων (Agency conflicts).....	76
2.10 Οι διενέξεις αντιπροσώπευσης (Agency Conflicts) ως παράγοντες καθορισμού της υπέρμετρης αισιοδοξίας	78
2.11 Ομαδική Συμπεριφορά στα πλαίσια επιχειρήσεων.....	79

2.12 Λόγοι οι οποίοι οδηγούν σε διάπραξη Ομαδικών Συμπεριφορικών Σφαλμάτων	80
2.13 Τρόποι αντιμετώπισης ομαδικών Συμπεριφορικών Σφαλμάτων.....	82
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Μελέτη περιπτώσεων	88
Μελέτη Περίπτωσης No1 Sun Microsystems.....	88
Μελέτη Περίπτωσης No2 WorldCom.....	104
Μελέτη Περίπτωσης No3 Lehman Brothers.....	112
Μελέτη Περίπτωσης No 4 Royal Bank of Scotland.....	123
Μελέτη Περίπτωσης No5 Enron.....	133
Επίλογος.....	144
Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία	147

Κεφάλαιο 1^ο

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ

ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

1.1 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ:

Η έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς (**Efficient Market Hypothesis**) αποτελεί μια σημαντική θεωρητική προσέγγιση της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης και συνδέεται με την πληροφορία και με το πώς αυτή ενσωματώνεται από τους ανταγωνιζόμενους ορθολογικούς επενδυτές (Ατομικούς ή Διαχειριστές Επενδύσεων) στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύουν.

Η αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών αποτελεί μια έντονα ανταγωνιστική αγορά στην οποία συμμετέχουν **καλά πληροφορημένοι Επενδυτές** οι οποίοι στην προσπάθειά τους να αγοράσουν αξιόγραφα σε χαμηλές τιμές και να τα πουλήσουν υψηλά, να μεγιστοποιήσουν δηλαδή το προσδοκώμενο κέρδος, ενσωματώνουν **πλήρως** και **άμεσα** στις Χρηματιστηριακές Τιμές τις σχετικές πληροφορίες που κατέχουν κατά τη διαδικασία αγοραπωλησίας των εν λόγω αξιογράφων.

Κατά συνέπεια μια αγορά είναι πληροφοριακά αποτελεσματική όταν οι αγοραίες τιμές των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε πληροφορία αναφορικά με μελλοντικά κέρδη, μερίσματα, προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης μερισμάτων, κίνδυνο αξιογράφου, αναμενόμενη απόδοση και γενικότερα ο,τιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την τιμή. Η αποτύπωση των διαθέσιμων πληροφοριών στις τιμές πιστοποιεί ότι οι **αγοραίες τιμές** των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν την **πραγματική αξία** του εκάστοτε αξιογράφου. Σε μια αγορά η οποία λειτουργεί αποτελεσματικά σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες οι επενδυτές δε μπορούν να χρησιμοποιήσουν δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες αναφορικά με τα αξιόγραφα στα οποία επενδύουν προκειμένου να επιτύχουν **υπερβολικές (μη-κανονικές) αποδόσεις**. Αυτό συμβαίνει διότι οι πληροφορίες αυτές έχουν ήδη «**προεξοφληθεί**» και κατά συνέπεια είναι ήδη ενσωματωμένες στην τιμή του αξιογράφου.

Μέσω αυτής της διαδικασίας οι επενδυτές επιτυγχάνουν κατ' αποκλειστικότητα κανονικές αποδόσεις ανάλογες δηλαδή με τον επενδυτικό κίνδυνο που έχουν αναλάβει.

Με τον όρο κανονική απόδοση εννοούμε την απόδοση που επιτυγχάνεται όταν η αγορά βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας και η οποία απεικονίζεται μέσα από υποδείγματα όπως το **Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.)**:

$$E(r_i) = r_f + B_i \{E(r_M) - r_f\}$$

Στην παραπάνω ισότητα ο όρος $E(r_i)$ είναι η απαιτούμενη απόδοση του αξιογράφου i σε ισορροπία, ο όρος $E(r_M)$ είναι η απαιτούμενη απόδοση της αγοράς, ο όρος r_f είναι η απόδοση ενός αξιογράφου με μηδενικό κίνδυνο και ο όρος B_i είναι ο ονομαζόμενος συστηματικός κίνδυνος του αξιογράφου.

Το βασικό συμπέρασμα που μπορεί κάποιος να εξάγει αναφορικά με την υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών είναι ότι εφόσον κάθε νέα πληροφορία καλή ή κακή έρχεται στην αγορά με **τυχαίο τρόπο** και οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ως αποτέλεσμα αυτής της πληροφόρησης θα **διακυμαίνονται** με ένα τυχαίο τρόπο.

Η εξαγωγή του προαναφερόμενου συμπεράσματος εμποδίζει τους επενδυτές να προβλέψουν σωστά και με συνέπεια τις χρηματιστηριακές τιμές και να αυξήσουν έτσι συστηματικά τον πλούτο τους βάσει των εν λόγω προβλέψεων.

Κατά συνέπεια γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι στη θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών οι μεταβολές των Χρηματιστηριακών Τιμών είναι προϊόν των νέων ειδήσεων και μόνο αυτών.

Παράγοντες όπως λόγου χάρη η ψυχική διάθεση των επενδυτών, η αισιοδοξία και η απαισιοδοξία όπως αυτές εκφράζονται με την απληστία, το φόβο ή άλλα ψυχοκοινωνικά φαινόμενα δε θα πρέπει να επιδρούν στις χρηματιστηριακές τιμές (**Le Roy 1989-1990**). Σύμφωνα με τον **FAMA** με βάση το σύνολο των πληροφοριών που χρησιμοποιούμε κάθε φορά για να προβλέψουμε τις χρηματιστηριακές τιμές, υπάρχουν τρία είδη αποτελεσματικής αγοράς:

1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΧΑΜΗΛΗΣ ΙΣΧΥΟΣ (Weak Form Efficient): όταν η αγορά ενσωματώνει άμεσα τις παρελθούσες πληροφορίες που αφορούν μόνο τα ιστορικά στοιχεία των χρηματιστηριακών τιμών κατά τέτοιο τρόπο ώστε αυτά να μη μπορούν να βοηθήσουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών.

2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΜΕΣΗΣ ΙΣΧΥΟΣ (Semi-Strong form efficient): όταν η αγορά ενσωματώνει άμεσα όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες όπως για παράδειγμα Μακροοικονομικά δεδομένα, επιχειρηματικές ειδήσεις, στοιχεία κ.ά.

3. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΣΕ ΜΟΡΦΗ ΥΨΗΛΗΣ ΙΣΧΥΟΣ (Strong form efficient): όταν η αγορά ενσωματώνει άμεσα στις χρηματιστηριακές τιμές το σύνολο των πληροφοριών που τις αφορούν ακόμη και τις λεγόμενες «εσωτερικές», αυτές δηλαδή στις οποίες δεν έχει πρόσβαση το ευρύ επενδυτικό κοινό.

1.2 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Διακρίνονται σε δύο επιμέρους κατηγορίες: 1) Ημερολογιακές (calendar anomalies) και 2) μη ημερολογιακές (non calendar anomalies).

ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ

Α) ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΣΑΒΒΑΤΟΚΥΡΙΑΚΟΥ (weekend effect)

Έχει παρατηρηθεί ότι στις ΗΠΑ αλλά και σε άλλες χώρες οι μέσες χρηματιστηριακές αποδόσεις τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες τη Δευτέρα συγκριτικά με τις υπόλοιπες ημέρες της εβδομάδας.

Η παραπάνω κανονικότητα μπορεί να αποτελέσει τη βάση ενός κερδοφόρου συστήματος αγοραπωλησιών, εφόσον ο επενδυτής αγοράζει τις Δευτέρες και πωλεί τις Παρασκευές.

Το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου ερμηνεύτηκε βάσει των πρακτικών εκκαθάρισης που χρησιμοποιούνται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (N.Y.S.E.) καθώς και σύμφωνα με την επικρατούσα αντίληψη ότι τα δυσάρεστα

νέα πρέπει να ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο ώστε να μπορούν να αφομοιωθούν πιο ομαλά από την Αγορά.

Μια άλλη εξήγηση στην οποία δόθηκε στην παραπάνω ανωμαλία είναι ότι η ρευστότητα και το σύστημα πληρωμών των ΗΠΑ και άλλων χωρών είναι υπεύθυνα γι' αυτό το φαινόμενο.

Συγκεκριμένα οι πληρωμές σε μετρητά όπως οι μισθοί, μερίσματα, τόκοι και ενοίκια στο τέλος κάθε μήνα και στις αρχές του επόμενου είναι γρήγορα επενδύσιμες και οδηγούν σε ένα «φούσκωμα» των μετοχικών αποδόσεων.

Το φαινόμενο των διακοπών (the pre-holiday effect)

Σύμφωνα με αυτό το φαινόμενο, τα κέρδη του χρηματιστηρίου τείνουν να είναι σημαντικά υψηλότερα κατά τις ημέρες πριν από κάποιες μεγάλες περιόδους διακοπών και εορτών όπως τα Χριστούγεννα και το Πάσχα.

Επειδή δεν έχει βρεθεί κάποια λογική εξήγηση για το συγκεκριμένο φαινόμενο η οποία να στηρίζεται στις αρχές της Παραδοσιακής Οικονομίας εκτιμάται ότι τα αίτια πρέπει να έχουν ψυχολογική βάση.

ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ

1) Κερδισμένοι και Χαμένοι (winners – losers anomaly)

Έρευνες έδειξαν ότι η σύγκριση ανάμεσα σε μετοχές με ιστορικά υψηλές αποδόσεις και μετοχές με ιστορικά χαμηλές αποδόσεις οδήγησε στο συμπέρασμα ότι ένα χαρτοφυλάκιο που απαρτίζεται από μετοχές με ιστορικά χαμηλές αποδόσεις απέδωσε καλύτερα από εκείνο που απαρτιζόταν από μετοχές με ιστορικά υψηλές αποδόσεις επιβεβαιώνοντας μια κυκλικότητα στις χρηματιστηριακές αποδόσεις.

Το ίδιο συμβαίνει και με την ανωμαλία του λόγου **price/earnings**, έρευνες απέδειξαν ότι μετοχές με χαμηλό P/E είχαν συστηματικά μεγαλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με μετοχές με υψηλό λόγο P/E.

Εφόσον ο λόγος P/E είναι μια δημόσια γνωστή πληροφορία οι υπέρ-αποδόσεις των εταιρειών με χαμηλό P/E παραβιάζουν την αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος.

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect)

Σε κάποιες χώρες και κυρίως στις ΗΠΑ οι αποδόσεις τον Ιανουάριο τείνουν να είναι υψηλότερες συγκριτικά με τους υπόλοιπους μήνες του έτους.

Η εξήγηση για το εν λόγω φαινόμενο συνδέεται κυρίως με τη φορολόγηση των επιχειρήσεων και με το γεγονός ότι πολλές απ' αυτές διαχειρίζονται μετοχές τους ως στοιχείο του ενεργητικού τους, τις πωλούν στο τέλος κάθε έτους για να δημιουργήσουν κεφαλαιακές ζημιές οι οποίες στη συνέχεια αφαιρούνται από τα Κεφαλαιακά Κέρδη και μειώνοντας έτσι τη φορολογική τους υποχρέωση.

Τον Ιανουάριο οι επιχειρήσεις ξαναπαίρνουν τις θέσεις ισορροπίας που είχαν πριν στα χαρτοφυλάκιά τους και έτσι αγοράζοντας τις μετοχές που είχαν πουλήσει νωρίτερα ωθούν τις τιμές προς τα επάνω.

Μια δεύτερη εξήγηση που θα μπορούσε να δοθεί στο παραπάνω φαινόμενο θα μπορούσε να έχει καθαρά ψυχολογική βάση: με τον ερχομό του νέου έτους όλοι οι επενδυτές, ανεξάρτητα με το αν κερδίζουν ή χάνουν, πιστεύουν ότι μπορούν να κάνουν μια νέα αρχή. Με αυτό τον τρόπο οι επενδυτικές θέσεις αυξάνονται και οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν.

Το φαινόμενο της αλλαγής του μήνα (the turn of the month effect)

Σύμφωνα με αυτό το φαινόμενο παρατηρήθηκε ότι σημειώνονται υψηλά κέρδη κατά τις 5 ημέρες κάθε μήνα.

Συγκεκριμένα παρατηρούνται υψηλές αποδόσεις στις μετοχές κατά την τελευταία ημέρα των συναλλαγών του μήνα που τελειώνει και στις 4 πρώτες ημέρες του επόμενου μήνα.

Σύμφωνα με μια ψυχολογική ερμηνεία του φαινομένου, οι επενδυτές επιθυμούν να αναβάλλουν τις αποφάσεις τους μέχρι την αρχή των χρονικών περιόδων.

Η συγκεκριμένη συμπεριφορά δεν ταυτίζεται με τη συμπεριφορά ενός «ορθολογικού επενδυτή» ο οποίος θα έπαιρνε μια επενδυτική θέση αμέσως μόλις έκρινε ότι επικρατούν οι κατάλληλες συνθήκες στην αγορά.

Το παραπάνω φαινόμενο θα μπορούσε να ερμηνευτεί και ως μια υπέρ-αντίδραση των επενδυτών στις ειδήσεις της αγοράς η οποία σε περιόδους

αισιοδοξίας οδηγεί σε άνοδο του λόγου P/E ενώ σε περιόδους απαισιοδοξίας σε πτώση.

Ανωμαλία της μικρής επιχείρησης (small firm anomaly)

Έχει παρατηρηθεί ότι οι μικρές επιχειρήσεις δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Έτσι ένας επενδυτής του οποίου το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται από μικρές επιχειρήσεις θεωρητικά έχει μεγαλύτερες πιθανότητες κέρδους σε σχέση με έναν επενδυτή του οποίου το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από μεγάλες επιχειρήσεις. Ωστόσο υπάρχει και η ερμηνεία ότι οι μικρές επιχειρήσεις εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο και γι' αυτό **αποζημιώνουν** τους επενδυτές με μεγαλύτερες αποδόσεις.

Ανωμαλία των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (closed end mutual funds anomaly)

Οι Ε.Ε.Χ. έχουν έναν αριθμό μετοχών στο χαρτοφυλάκιο τους ενώ η δική τους μετοχή διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο. Σε μια **αποτελεσματική – ορθολογική αγορά** η μετοχή τους θα έπρεπε να διαπραγματεύεται στην καθαρή αξία αποτίμησης των μετοχών που η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει στο χαρτοφυλάκιο της με μικρές τυχαίες αποκλίσεις, ωστόσο οι μετοχές των Ε.Ε.Χ. τείνουν να διαπραγματεύονται σε χαμηλότερη (**discount**) ή υψηλότερη (**premium**) τιμή με τη χαμηλότερη να κυριαρχεί για τα μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα.

Η παραπάνω ανωμαλία ερμηνεύεται στα πλαίσια ενός οικονομικού ορθολογισμού ο οποίος επιχειρείται στο πλαίσιο μιας ρηχής αγοράς.

Μετοχές που δεν μπορούν να πωληθούν εύκολα δημιουργούν πρόβλημα ρευστότητας σε όποιον τις κατέχει δικαιολογώντας έτσι τη χαμηλότερη τιμή αποτίμησης.

1.3 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Για να είναι μια αγορά αποτελεσματική σε σχέση με τη διαθέσιμη πληροφόρηση, πρέπει να ισχύουν οι ακόλουθες υποθέσεις:

1) Να υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών, χρηματιστών, αναλυτών, οι οποίοι συμμετέχουν ενεργά στην αγορά και διαρκώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία.

Οι επενδυτικές επιλογές των συγκεκριμένων ατόμων της αγοράς απηχούν τις απόψεις τους οι οποίες είναι καθοριστικής σημασίας για τη διαμόρφωση των τιμών των αξιογράφων.

2) Οι συμμετέχοντες στην αγορά θα πρέπει να μεγιστοποιούν την συνολική τους χρησιμότητα (**utility maximizing agents**) και να έχουν ορθολογικές προσδοκίες (**rational expectations**) τις οποίες ωστόσο πρέπει να αναπροσαρμόζουν ανάλογα όταν έρχεται στην αγορά νέα πληροφόρηση.

3) Ένας μεμονωμένος επενδυτής ή ομάδα επενδυτών να μην είναι σε θέση να επηρεάσουν την τιμή μιας μετοχής.

4) Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.

5) Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά ταυτόχρονα, να μην έχει κόστος και να φτάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο.

Η πιο βασική από τις παραπάνω υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και επιδιώκουν πάντα να μεγιστοποιούν τη συνολική τους χρησιμότητα.

Είναι σε θέση να αξιολογούν τη βαρύτητα κάθε πληροφορίας και αξιοποιούν αποτελεσματικά όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση.

Ένα ακόμη βασικό χαρακτηριστικό που διαθέτουν οι ορθολογικοί επενδυτές είναι ότι δεν κάνουν συστηματικά λάθος στις εκτιμήσεις τους. Οι όποιες λάθος εκτιμήσεις γίνουν θα είναι τυχαίες και κατά μέσο όρο δεν θα επηρεάσουν τις τιμές ισορροπίας λόγω του ορθολογικού arbitrage.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η αξιολόγηση και η επεξεργασία κάθε νέας διαθέσιμης πληροφορίας σε συνδυασμό με την αποτίμηση των κινδύνων και τη συλλογική επεξεργασία εξασφαλίζουν την τιμή ισορροπίας κάθε αξιογράφου και βοηθούν ώστε να αποτιμηθούν ορθολογικά οι πραγματοποιούμενες επενδύσεις.

1.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας (**expected utility theory**) αποτελεί ένα περιγραφικό υπόδειγμα οικονομικής συμπεριφοράς και αφορά τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

Προκειμένου να υπολογίσουμε τη χρησιμότητα ενός υποκειμένου σε συνθήκες αβεβαιότητας αρκεί απλά να υπολογίζουμε τη χρησιμότητα σε κάθε ενδεχόμενη κατάσταση κατασκευάζοντας ένα σταθμικό μέσο όρο. Οι σταθμίσεις, δηλαδή η βαρύτητα η οποία δίνουμε σε κάθε κατάσταση αποτελεί μια εκτίμηση που κάνουμε για την πιθανότητα να επικρατήσει κάθε ενδεχόμενη κατάσταση. Έτσι αν για κάθε κατάσταση x_i ($i=1, 2, \dots, n$) υπάρχει πιθανότητα πραγματοποίησης p_i ($i=1, 2, \dots, n$).

η Συνολική Χρησιμότητα (**U**) ορίζεται ως η αναμενόμενη Χρησιμότητα των καταστάσεων (u):

$$U(x_1, p_1, \dots, x_n, p_n) = p_1 U(X_1) + \dots + p_n U(X_n)$$

Η χρησιμότητα δηλαδή είναι αναμενόμενη (**expected**) και εκφράζεται με τους όρους της θεωρίας των πιθανοτήτων. Λαμβάνουμε αποφάσεις μεταξύ ενός δεδομένου αριθμού εναλλακτικών επιλογών με γνωστές κατανομές πιθανοτήτων για κάθε μία από αυτές τις εναλλακτικές επιλογές με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιούμε την **αναμενόμενη αξία** της συνάρτησης χρησιμότητας. Για να έχει ισχύ και να μεγιστοποιείται η συνάρτηση αναμενόμενης χρησιμότητας πρέπει να ισχύουν κάποιες προϋποθέσεις:

1) Οι προσδοκίες των ατόμων θα πρέπει να διαμορφώνονται κατά τρόπο ορθολογικό

2) Η χρησιμότητα εκλαμβάνεται ως μια μέτρηση σχετικής ευτυχίας ή ικανοποίησης από την κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών και με καταστάσεις πλούτου (**wealth**)

3) Η συνάρτηση χρησιμότητας είναι μια κοίλη συνάρτηση του πλούτου.

Το γεγονός ότι η συνάρτηση χρησιμότητας (**U**) σε σχέση με τον πλούτο W είναι κοίλη δηλώνει ότι το επίπεδο χρησιμότητας συνδέεται με κάποιες αρχές αναφορικά με τη συμπεριφορά του ατόμου ή επενδυτή.

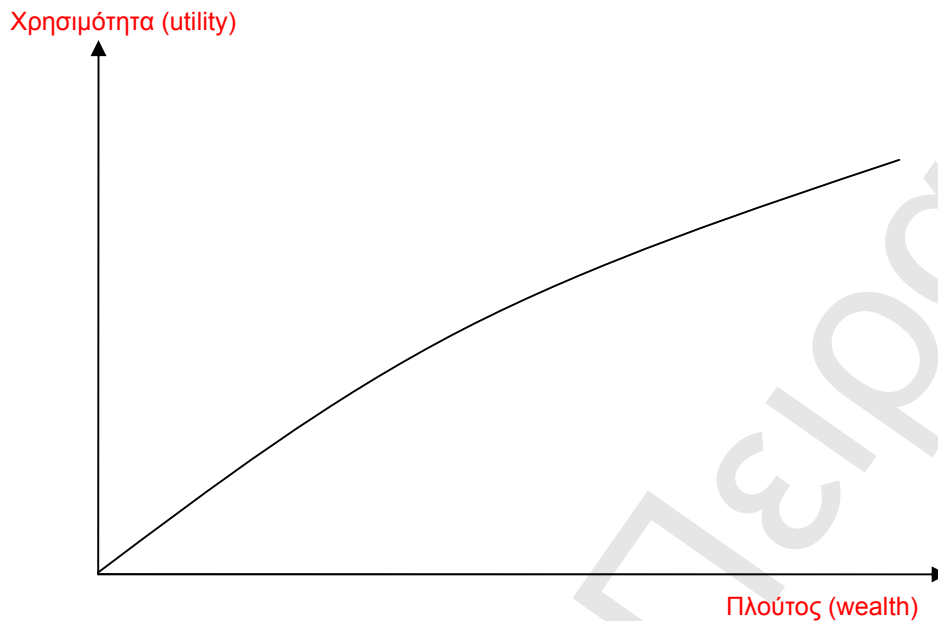
Δύο απ' αυτές τις αρχές είναι η αρχή της Συγκρισιμότητας (**comparability**) και η αρχή της Μεταβατικότητας (**Transitivity**). Σύμφωνα με την αρχή της Συγκρισιμότητας ένας επενδυτής είναι σε θέση να καθορίσει τις προτιμήσεις του μεταξύ όλων των εναλλακτικών ενδεχομένων. Προτιμά λόγω χάρη την επιλογή A αντί της B ή το αντίστροφο, ή είναι αδιάφορος μεταξύ των επιλογών A και B και έχει τη δυνατότητα να εκφράσει αυτή την προτίμηση.

Σύμφωνα με την αρχή της Μεταβατικότητας εάν ένα ενδεχόμενο A είναι προτιμότερο από ένα Ενδεχόμενο B και το B είναι προτιμότερο από το Γ, τότε και το A θα είναι προτιμότερο από το Γ.

Επιπρόσθετα ισχύουν οι αρχές της Ανεξαρτησίας (**independence**) και του βέβαιου ισοδύναμου (**Certainty Equivalent**). Σύμφωνα με την Πρώτη, εάν ένας επενδυτής είναι αδιάφορος μεταξύ των βέβαιων προοπτικών A και B τότε θα είναι αδιάφορος και μεταξύ των προοπτικών A με πιθανότητα p συν Γ με πιθανότητα $(1-p)$ ή B με πιθανότητα p συν Γ με πιθανότητα $1-p$.

Στην αρχή του βέβαιου ισοδύναμου για κάθε αβέβαιη προοπτική – ενδεχόμενο υπάρχει μια αξία, το βέβαιο όπως μπορεί να χαρακτηριστεί ισοδύναμό της κατά τέτοιο τρόπο ώστε ο επενδυτής να είναι αδιάφορος μεταξύ της αβέβαιης προοπτικής και του βέβαιου ισοδύναμου.

Η θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας η πατρότητα της οποίας αποδίδεται στους Von-Neumann και Morgenstern απεικονίζεται διαγραμματικά ως εξής:



Υπάρχουν δύο ακόμα αξιώματα τα οποία καθορίζουν την συμπεριφορά του ατόμου: η αρχή της υποκατάστασης (substitution) σύμφωνα με την οποία αν το B είναι προτιμότερο από το A κάθε ανάμιξη πιθανότητας (B, p) θα είναι προτιμότερη από κάθε ανάμιξη πιθανότητας (A, p).

Επιπρόσθετα υπάρχει και η αρχή της Σταθερότητας (Invariance) σύμφωνα με την οποία οι προτιμήσεις του ατόμου πρέπει να είναι σταθερές ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται μια επιλογή.

Κατά την άφιξη νέας πληροφορίας γίνεται η υπόθεση ότι οι επενδυτές προσαρμόζουν την κατανομή πιθανοτήτων σύμφωνα με τον κανόνα του Bayes σύμφωνα με τον οποίο οι προγενέστερες πιθανότητες και οι νέες πληροφορίες οδηγούν στις μεταγενέστερες πιθανότητες οι οποίες τους επιτρέπουν να λαμβάνουν λογικές αποφάσεις συνεπείς με τη θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας.

Αν ορίσουμε ως $pr(A)$ την προγενέστερη πιθανότητα (prior) ενός ενδεχομένου A και ως $pr(B)$ την προγενέστερη πιθανότητα του ενδεχομένου B και τέλος ως $pr(B/A)$ την υπό συνθήκη – πιθανότητα του B ως προς το ενδεχόμενο A, τότε η υπό συνθήκη πιθανότητα του A ως προς το ενδεχόμενο B, η $pr(A/B)$ θα είναι ίση με

$$Pr(A / B) = \frac{Pr(B / A) Pr(A)}{Pr(B)}$$

Η παραπάνω πιθανότητα καλείται και μεταγενέστερη πιθανότητα (**posterior**) καθώς στηρίζεται πάνω στην καθορισμένη αξία του ενδεχομένου B.

1.5ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ARBITRAGE ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Σύμφωνα με τα όσα ισχύουν στη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και προσπαθούν να μεγιστοποιούν τη συνολική τους χρησιμότητα. Επιπρόσθετα η εν λόγω θεωρία υποστηρίζει ότι ακόμα και να υπάρξουν κάποιοι μη ορθολογικοί επενδυτές των οποίων οι επενδυτικές κινήσεις είναι τυχαίες και μη συσχετισμένες και ο αριθμός τέτοιων επενδυτών είναι μεγάλος, οι κινήσεις τους θα αλληλοεξουδετερώνονται και δε θα επηρεάσουν τις αποτελεσματικές τιμές.

Ωστόσο στην περίπτωση που οι επενδυτικές κινήσεις των μη ορθολογικών επενδυτών είναι συσχετισμένες η υιοθέτηση της διαδικασίας του arbitrage από τους ορθολογικούς επενδυτές οι οποίοι δραστηριοποιούνται στην αγορά θα διασφαλίσει την πληροφοριακή αποτελεσματικότητα των τιμών και θα εξουδετερώσει την επίδραση των πρώτων στις τιμές.

Η θεωρία του arbitrage αναπτύχθηκε από τον Ross στις αρχές της δεκαετίας του '70 και δημοσιεύτηκε για πρώτη φορά το 1976.

Η θεωρία βασίζεται στο νόμο της μιας τιμής σύμφωνα με τον οποίο το ίδιο αγαθό δεν μπορεί να πωληθεί σε δύο διαφορετικές τιμές ακόμα και αν διατίθεται σε διαφορετικές αγορές.

Σε αυτή την περίπτωση οι arbitrageurs θα αγοράζουν το αγαθό στη χαμηλή τιμή και θα το πωλήσουν στην υψηλή τιμή.

Η πρώτη κίνηση οδηγεί την τιμή αγοράς προς τα πάνω και η δεύτερη την τιμή πώλησης προς τα κάτω.

Η διαδικασία αυτή θα συνεχιζόταν μέχρι οι δύο τιμές του αγαθού να εξισωθούν.

Η θεωρία του arbitrage στηρίζεται σε τρεις βασικές προϋποθέσεις:

1. Η Κεφαλαιαγορά είναι τέλεια ανταγωνιστική.

2. Η στοχαστική διαδικασία η οποία δημιουργεί αποδόσεις επενδυτικών στοιχείων μπορεί να παρουσιαστεί μέσω ενός υποδείγματος K παραγόντων.

Ο τύπος ο οποίος απεικονίζει το υπόδειγμα αυτό είναι ο εξής:

$$R_i = \alpha_i + \beta_{i1}F_1 + \dots + \beta_{ik}f_k + e_i$$

Όπου: R_i = η απόδοση του επενδυτικού στοιχείου i , κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.

α_i = η αναμενόμενη απόδοση του επενδυτικού στοιχείου i , όταν όλοι οι παράγοντες έχουν μηδενική τιμή.

β_{ik} = η ευαισθησία των αποδόσεων του επενδυτικού στοιχείου i στις κινήσεις του κοινού παράγοντα.

F_k = ένα σύνολο κοινών παραγόντων με μέσο όρο μηδέν, που επηρεάζει τις αποδόσεις όλων των στοιχείων.

e_i το τυχαίο σφάλμα της απόδοσης του στοιχείου i που από υπόθεση είναι πλήρως διαφοροποιήσιμο σε μεγάλα χαρτοφυλάκια και έχει μηδενικό μέσο όρο.

Οι όροι F_k αντιπροσωπεύουν πολλαπλούς παράγοντες οι οποίοι έχουν επίδραση στις αποδόσεις όλων των επενδυτικών στοιχείων. Τέτοιοι παράγοντες είναι ο πληθωρισμός, ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, οι μεταβολές των επιτοκίων κ.λπ.

Κατά την εφαρμογή της θεωρίας αναφέρεται μόνο ο αριθμός των παραγόντων χωρίς ωστόσο να καθορίζεται ο βαθμός στον οποίο κάθε επενδυτικό στοιχείο αντιδρά σε κάθε κοινό παράγοντα.

Μέσα από την εφαρμογή της θεωρίας του arbitrage η απόκλιση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου από την πραγματική του αξία (τιμή ισορροπίας) είναι σύντομη και θα διορθώνεται αμέσως, λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των ορθολογικών επενδυτών.

Επιπρόσθετα από τη στιγμή που οι μη ορθολογικοί επενδυτές οι οποίοι δρουν στην αγορά θα συναλλάσσονται σε υπέρ-τιμημένες ή υπό-τιμημένες επενδύσεις θα κερδίζουν χαμηλότερες αποδόσεις από τους ορθολογικούς επενδυτές και σταδιακά θα χάνουν χρήματα, άρα και το κεφάλαιό τους θα εκμηδενίζεται μαζί και η επίδρασή τους στην αγορά.

1.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΜΕ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ARBITRAGE.

Σε αντιστοιχία με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, η αναμενόμενη απόδοση, σύμφωνα με τη θεωρία του arbitrage, εξαρτάται από τον κίνδυνο που προέρχεται από οικονομικές επιδράσεις και δεν επηρεάζεται από τον ειδικό κίνδυνο.

Οι παράγοντες της θεωρίας του arbitrage μπορούν να θεωρηθούν ότι αντιπροσωπεύουν χαρτοφυλάκια μετοχών, τα οποία υπόκεινται σε μια κοινή επίδραση. Αν το αναμενόμενο πριμ για τον κίνδυνο σε καθένα από αυτά τα χαρτοφυλάκια είναι ανάλογο με το συντελεστή B του χαρτοφυλακίου, τότε η θεωρία του arbitrage και το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAMP) δίνουν την ίδια απάντηση.

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων είναι δηλαδή ισοδύναμο με το υπόδειγμα της θεωρίας του Arbitrage με ένα παράγοντα. Αυτή αποτελεί τη μοναδική περίπτωση όπου τα δύο υποδείγματα συμπίπτουν.

Από την άλλη πλευρά το χαρτοφυλάκιο της αγοράς το οποίο έχει κεντρικό ρόλο στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων δεν εμφανίζεται στη θεωρία του Arbitrage, αν και το χαρτοφυλάκιο της αγοράς μπορεί να αποτελέσει έναν από τους παράγοντες επιρροής.

Έτσι στην εφαρμογή της θεωρίας αυτής δεν είναι απαραίτητη η μέτρηση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, και επιπλέον το υπόδειγμα μπορεί να ελεγχθεί ακόμα και όταν τα δεδομένα περιορίζονται σε ένα δείγμα στοιχείων με κίνδυνο.

Αν και η θεωρία του Arbitrage διακατέχεται από πολλά ελκυστικά σημεία δεν έτυχε της ευρείας εφαρμογής του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.

Ο λόγος βρίσκεται στο κυριότερο μειονέκτημα της: στην έλλειψη του καθορισμού των παραγόντων, που συστηματικά επηρεάζουν τα επενδυτικά στοιχεία, καθώς και της μακροχρόνιας απόδοσης που συνδέεται με καθένα από τους παράγοντες.

Ενώ το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων διευκρινίζει ότι σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο η συνδιακύμανση του στοιχείου με το

χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι η μόνη αιτία κινδύνου της επένδυσης, η θεωρία του arbitrage δεν μας δίνει κανένα τέτοιο παράγοντα.

1.7 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΟΥ ARBITRAGE.

Υπάρχουν τέσσερα βήματα για την εφαρμογή του υποδείγματος της θεωρίας του Arbitrage:

1. Αναγνώριση των μακροοικονομικών παραγόντων: Μια πολύ σημαντική έρευνα σ' αυτόν τον τομέα έχει γίνει από τους Chen, Roll και Ross, οι οποίοι υποστήριξαν ότι υπάρχουν τέσσερις παράγοντες, που γενικά επιδρούν στις αποδόσεις των μετοχών:

- Το επίπεδο της επιχειρηματικής πραγματικότητας.
- Ο ρυθμός του πληθωρισμού
- Η διαφορά μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων.
- Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των χαμηλών και υψηλών επιχειρηματικών ομολογιών.

2. Εκτίμηση του πριμ για τον κίνδυνο, το οποίο οι επενδυτές απαιτούν για την ανάληψη του κινδύνου για καθένα από τους παράγοντες. Κατά αντίστοιχο τρόπο με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων η εκτίμηση του πριμ για τον κίνδυνο γίνεται με χρησιμοποίηση ιστορικών στοιχείων.

3. Εκτίμηση της ευαισθησίας κάθε μετοχής σε κάθε έναν από τους παράγοντες όπως και στο προηγούμενο βήμα τα b βρίσκονται εξετάζοντας τις ιστορικές μεταβολές της τιμής των μετοχών σε σχέση με κάθε έναν από τους παράγοντες.

4. Υπολογισμός της αναμενόμενης απόδοσης. Στο βήμα αυτό γίνεται απλή εφαρμογή του υποδείγματος, αντικαθιστώντας τις τιμές που υπολογίστηκαν στα τρία προαναφερόμενα βήματα.

1.8 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Υπάρχουν οικονομικά φαινόμενα τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την κρατούσα θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς δηλαδή με βάση την

υπόθεση του Ορθολογικού Επενδυτή και τα κλασσικά υποδείγματα αποτίμησης τα φαινόμενα αυτά καλούνται συχνά ανωμαλίες της Αγοράς.

Εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι δεν δρουν πάντα ορθολογικά. Με άλλα λόγια οι επενδυτικές επιλογές καθοδηγούνται από την ψυχολογία των Στελεχών (Managers), γεγονός το οποίο εξασθενεί τη σχέση μεταξύ της πληροφόρησης και της πορείας της Αγοράς.

Αυτό το κενό μεταξύ θεωρίας και πράξης έρχεται να καλύψει ο σχετικά νέος κλάδος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance) (1991).

Ο οποίος επιχειρεί να συνδυάσει την Κλασσική Οικονομική Επιστήμη με την ψυχολογία.

1.9 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤ/ΚΗΣ.

1. Η συμπεριφορά άλλων ανθρώπων επηρεάζει τις επενδυτικές επιλογές:

Η κοινωνική εκμάθηση είναι μια διαδικασία από την οποία παίρνουμε υποσυνείδητα στοιχεία από τη συμπεριφορά των άλλων και τα χρησιμοποιούμε προκειμένου να συμπεριφερθούμε οι ίδιοι.

Αξίζει να σημειωθεί ότι είμαστε ιδιαίτερα δεκτικοί στην επιρροή που μας ασκούν άνθρωποι με κύρος και εξουσία, άνθρωποι οι οποίοι μας εμπνέουν σεβασμό ή συμπάθεια. Η σπουδαιότητα της παρατήρησης της συμπεριφοράς άλλων ατόμων επιβεβαιώνεται από παραδείγματα της ανθρώπινης καθημερινότητας όπως η μόδα, οι ταινίες, οι χρηματιστηριακές τιμές κ.λπ.

2. Οι συνήθειες είναι σημαντικές: Οι άνθρωποι κάνουν πολλά πράγματα χωρίς να σκέφτονται συνειδητά. Αυτές οι συνήθειες είναι δύσκολο να αλλάξουν ακόμα και εάν οι άνθρωποι θελήσουν να αλλάξουν τη συμπεριφορά τους.

Μια συνήθεια είναι δυσκολότερο να αλλάξει:

- εάν επαναλαμβάνεται συχνά
- εάν υπάρχουν ισχυρές ανταμοιβές
- η ανταμοιβή έρχεται πολύ σύντομα μετά τη δράση.

Παράδειγμα τέτοιας συνήθειας αποτελεί το τσιγάρο.

3. Οι άνθρωποι επιθυμούν να κάνουν το «σωστό»:

Οι άνθρωποι διακατέχονται από μια ενσωματωμένη αίσθηση δικαιοσύνης η οποία διακρίνει τη συμπεριφορά τους στις συναλλαγές τις οποίες πραγματοποιούν.

Έτσι υπάρχουν περιπτώσεις όπου ενώ ένα άτομο ενώ έχει σαφώς ισχυρότερη θέση διαπραγμάτευσης δεν τη χρησιμοποιεί και επιμερίζει ισόποσα το κέρδος και τη συναλλαγή.

Η αίσθηση αυτή δικαιοσύνης οδηγεί συχνά στην τιμωρία των αδικιών ακόμα και με προσωπικό κόστος για τα άτομα που δρουν υποκινούμενα απ' αυτή.

4. Οι προσωπικές προσδοκίες των ανθρώπων επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο συμπεριφέρονται:

Είναι γνωστό ότι οι ενέργειες των ατόμων καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από το σύστημα αξιών που τα διακρίνει.

Επιπρόσθετα οι άνθρωποι έχουν τρεις απόψεις για τον εαυτό τους: Την πραγματική, την ιδανική και την ιδεατή. Οι προσδοκίες που οι άνθρωποι έχουν για την συμπεριφορά τους και τις αντιλήψεις τους συνδέονται με την επιθυμία τους να μην αποκλίνουν από αυτό το οποίο οι ίδιοι ονομάζουν επιθυμητή εικόνα για τον εαυτό τους.

5. Οι άνθρωποι αποστρέφονται την απώλεια και επιδιώκουν τη διακράτηση στοιχείων που θεωρούν δικά τους.

Οι άνθρωποι μπορούν να παρεκκλίνουν από τον καθιερωμένο δρόμο τους για να αποφύγουν τυχόν ζημιές κάτι το οποίο δεν θα έπρατταν προκειμένου να κερδίσουν κάτι.

Αυτό σημαίνει ότι οι άνθρωποι είναι έτοιμοι να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους για να αποφύγουν τυχόν απώλειες ενώ ταυτόχρονα αποφεύγουν ακόμη και μικρό κίνδυνο για να επιτύχουν κέρδη.

Προκειμένου να κρατήσουν κάτι το οποίο θεωρούν δικό τους ακόμα και σε περιπτώσεις που τους δίνεται υπερβολικά υψηλό αντάλλαγμα και εύλογα θα έπρεπε να επιθυμούσαν να το ανταλλάξουν.

6. Οι άνθρωποι κάνουν υπολογιστικά λάθη κατά τη λήψη αποφάσεων:

Συνήθως δίνουν υπερβολικό βάρος στα πρόσφατα γεγονότα και ελάχιστο στα πιο παλιά. Επιπλέον πολλοί από αυτούς δεν μπορούν να υπολογίσουν καλά τις πιθανότητες που συνοδεύουν τα γεγονότα, ανησυχούν πάρα πολύ για τα απίθανα γεγονότα και επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο με τον οποίο το πρόβλημα ή οι συνδεόμενες μ' αυτό πληροφορίες παρουσιάζονται σε αυτούς.

7. Οι άνθρωποι πρέπει να αισθάνονται αναμεμιγμένοι και αποτελεσματικοί στο να κάνουν μια αλλαγή:

Οι άνθρωποι δεν αρκούνται στα κίνητρα και τις πληροφορίες που τους παρέχονται για διάφορα θέματα.

Επιθυμούν να έχουν ταυτόχρονα και τον έλεγχο των πραγμάτων καθώς διαφορετικά αισθάνονται ανίσχυροι και ανίκανοι να αλλάξουν οποιαδήποτε κατάσταση.

Αντίθετα, όταν αισθάνονται χρήσιμοι και αναμεμιγμένοι, μπορούν να παρακινηθούν για να αλλάξουν τα πράγματα προς το καλύτερο.

Δύο είναι οι βασικοί **πυλώνες** στους οποίους στηρίχτηκε η ανάπτυξη του εν' λόγω κλάδου:

1) Οι άνθρωποι παίρνουν συχνά αποφάσεις και επιλύουν προβλήματα βασιζόμενοι σε **Ευριστικούς Κανόνες (Heuristic rules)** και σε **Μεροληψία (Bias)**.

2) Η παρουσία / διατύπωση / Πλαισίωση (**Framing**) του προβλήματος επηρεάζει την απόφαση. Τα άτομα δεν είναι γενικά άριστοι λήπτες αποφάσεων φαινόμενο το οποίο επηρεάζει τις οικονομικές και επενδυτικές τους αποφάσεις.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσπαθεί να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις των **ψυχολογικών διαδικασιών** στη

λήψη αποφάσεων τόσο στις **Αγορές** χρήματος και κεφαλαίου όσο και στις **Χρηματοοικονομικές** αποφάσεις των επιχειρήσεων.

1.10 ΕΥΡΙΣΤΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ (heuristic rules): Είναι οι εμπειρικοί τρόποι με τους οποίους οι άνθρωποι προσπαθούν να δώσουν μια γρήγορη λύση σε περίπλοκα προβλήματα, επηρεάζουν δε σε μεγάλο βαθμό τις προβλέψεις των ανθρώπων καθώς και την αντίληψη τους αναφορικά με τον κίνδυνο μιας απόφασης.

1. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ (Herding):

Αποτελεί ένα τύπο συμπεριφοράς βασισμένης σε εμπειρικούς κανόνες και συνδέεται με το γεγονός ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειοψηφία των ατόμων που λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον μ' αυτά.

Η αγελαία συμπεριφορά συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την ανάγκη του ατόμου να ανήκει σε μια ομάδα στα πλαίσια της οποίας θα αισθάνεται ασφάλεια και παράλληλα θα παρουσιάζει ταύτιση απόψεων με τα μέλη της.

Η τάση αυτή δεν παρουσιάζεται μόνο όταν το άτομο αντιμετωπίζει κάποιου είδους απειλή αλλά προκαλείται εύκολα όταν αυτό αντιλαμβάνεται ότι διαμορφώνονται μεγάλες ομάδες γύρω του και ότι η αντίθεσή του με τους πολλούς σε σκέψη και πράξη είναι ιδιαίτερα δύσκολη.

Έτσι όταν τα άτομα έρχονται αντιμέτωπα με την κρίση μιας μεγάλης ομάδας προσπαθούν να τροποποιήσουν τις απόψεις τους προκειμένου να ενσωματωθούν σ' αυτή.

Η συμπεριφορά της αγέλης παρουσιάζεται και στις αγορές όταν επικρατούν ακραίες καταστάσεις σ' αυτές. Σύμφωνα με τον ορισμό που έχει δοθεί αποτελεί την αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών η οποία οδηγεί τελικά σε σύγκλιση των τρόπων δράσης των επενδυτών (**Welch 2000, Hirshleifer και Teoh 2003**).

Η ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς συγκεντρώνει το επιστημονικό ενδιαφέρον κορυφαίων ερευνητών του χρηματοοικονομικού κλάδου κυρίως λόγω των σοβαρότατων επιπτώσεων που έχει στην εύρυθμη λειτουργία των

αγορών, καθώς η ύπαρξη συσχετισμένων συναλλαγών από τους επενδυτές μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (**Demirer και Kutan 2006**), τον πλούτο των επενδυτών (**Bikhchandari, Hirshleifer Welch 1992**) και την κοινωνική ευημερία των εθνών.

Οι επιπτώσεις της αγελαίας συμπεριφοράς είναι εξαιρετικά σημαντικές τόσο για τους συμμετέχοντες στις αγορές (επενδυτές Αμοιβαία Κεφάλαια, Ασφαλιστικά Ταμεία) όσο και για την πορεία και την αποτελεσματική λειτουργία των συγκεκριμένων αγορών. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι η παράλληλη κίνηση των αποδόσεων των αξιογράφων περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τα οφέλη της διαφοροποίησης, έχοντας ως άμεση συνέπεια την ανάγκη για την ύπαρξη, μεγαλύτερου αριθμού αξιογράφων για την επίτευξη του ίδιου βαθμού διαφοροποίησης σε αντιδιαστολή με μια αγορά η οποία λειτουργεί αποτελεσματικά, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις δεν είναι εφικτή η μείωση του κινδύνου για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών.

Σε περιόδους ακραίων μεταβολών (ανοδικών ή πτωτικών αποδόσεων) στη Χρηματιστηριακή Αγορά υπάρχουν σοβαρές πιθανότητες να παρουσιαστεί αγελαία συμπεριφορά καθώς επικρατεί σύγχυση και οι επενδυτές προτιμούν να παραβλέπουν τις προσωπικές τους εκτιμήσεις καθώς και τις πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους και ν' ακολουθούν την τάση της αγοράς.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα ύπαρξης αγελαίας συμπεριφοράς αποτελεί η χρηματιστηριακή φούσκα του 1999 η οποία εκδηλώθηκε στα πλαίσια της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Η μελέτη της εν λόγω αγοράς μέσω ημερήσιων, εβδομαδιαίων και μηνιαίων στοιχείων οδήγησε στο συμπέρασμα της ύπαρξης αγελαίας συμπεριφοράς (**herding**) σε περιόδους ακραίων μεταβολών της κατά το χρονικό διάστημα 1998-2007, η ύπαρξη της οποίας ήταν εντονότερη για τα ημερήσια δεδομένα γεγονός το οποίο πιστοποιεί το βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα του φαινομένου. Επιπρόσθετα αποδείχτηκε ότι το συμπεριφορικό σφάλμα της αγελαίας συμπεριφοράς είναι εντονότερο σε ανοδικές παρά σε πτωτικές περιόδους της χρηματιστηριακής αγοράς. Η αγελαία συμπεριφορά των Ελλήνων Επενδυτών κορυφώθηκε κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999 με μεγαλύτερη ένταση στις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης.

Η αγελαία συμπεριφορά που παρατηρήθηκε στην Ελληνική αγορά οφείλεται στην εντυπωσιακή άνοδο του εγχώριου χρηματιστηρίου η οποία προσέλκυσε νέους μικροεπενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση οι οποίοι με τη σειρά τους προέβησαν σε μαζικές αγορές. Η έκταση του παραπάνω φαινομένου περιορίστηκε σημαντικά μετά το 2002 μέσω της υιοθέτησης σημαντικών θεσμικών και κανονιστικών μεταρρυθμίσεων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, τη δυναμική εμφάνιση ξένων θεσμικών επενδυτών καθώς και την απουσία εγχώριων μικρο-επενδυτών οι οποίοι κατά το παρελθόν ενσωμάτωναν θόρυβο (**noise**) στις τιμές των μετοχών ωθώντας τις προς τα πάνω.

Επιπρόσθετα έρευνες απέδειξαν ότι η ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς σε μια χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να οδηγήσει στη μετάδοση ενός **αρνητικού οικονομικού-χρηματοοικονομικού σοκ** στις διεθνείς αγορές.

Σχετικό άρθρο το οποίο δημοσιεύτηκε στο έγκριτο περιοδικό journal International Financial Markets Institutions and Money (**Φ. Οικονόμου, Α. Κωστάκης και Ν. Φίλιππας**) με τίτλο «**Cross-Country effects in herding behavior Evidence from four South Markets**» εξέτασε την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς σε τέσσερις αγορές της Νότιας Ευρώπης: Την Ελλάδα, την Ιταλία, την Ισπανία και την Πορτογαλία.

Οι χώρες αυτές γνωστές και ως **pigs** συγκεντρώνουν το Παγκόσμιο ενδιαφέρον λόγω των μακρο-οικονομικών ανισορροπιών και των σοβαρών δημοσιονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν αλλά και των κινδύνων που μπορούν να διασπείρουν επηρεάζοντας τη σταθερότητα της Ευρωζώνης.

Η μελέτη αυτή η οποία αποτελεί μια ολοκληρωμένη άποψη για την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφορά στις υπό εξέταση αγορές, χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα για τη χρονική περίοδο Ιανουαρίου 1998 – Δεκεμβρίου 2008, έδειξε την ύπαρξη του φαινομένου στις Χρηματιστηριακές αγορές Ελλάδας και Ιταλίας, όχι ξεκάθαρο αποτέλεσμα για την Πορτογαλία και καμία ένδειξη ύπαρξης του για την Ισπανία στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Το κυριότερο συμπέρασμα το οποίο εξάγεται από την παραπάνω μελέτη είναι μια σημαντική παράλληλη κίνηση της **διαστρωματικής διασποράς των αποδόσεων** στις εξεταζόμενες αγορές με συνέπεια την πιθανότητα ταυτόχρονης συντονισμένης εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς (herding) σ'

αυτές τις αγορές καθώς και την εμφάνιση μιας περιφερειακής χρηματιστηριακής κρίσης.

Ωστόσο υπήρξε και ένα θετικό εύρημα αναφορικά με τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος : το γεγονός ότι η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση δεν επέτεινε τη συμπεριφορά της αγέλης στις εξεταζόμενες αγορές.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών δεν είναι πάντα αποτέλεσμα παρόρμησης αλλά μπορεί να είναι και **ορθολογικοποιημένη**. Για παράδειγμα πολλοί επενδυτές μπορεί να σκεφτούν ότι μια συγκεκριμένη μετοχή είναι **υπερτιμημένη** ή **υποτιμημένη** αλλά παρ' όλα αυτά να μην είναι διατεθειμένοι να πάρουν μια αντίθετη επενδυτική θέση από τους υπόλοιπους, θεωρώντας ότι μια τέτοια κίνηση ενάντια στην αγέλη δε θα τους αποφέρει κάποιο κέρδος αλλά θα συμβάλλει στον «αφανισμό» τους απ' αυτή. Αυτό αποτελεί παράδειγμα **ορθολογικοποιημένης** αγελαίας συμπεριφοράς.

Στη χρηματιστηριακή πρακτική άλλωστε είναι πιο συνηθισμένο οι τιμές των αξιογράφων να κινούνται προς την κατεύθυνση που εκτιμούν οι πολλοί παρά οι ειδικοί. Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι στην κοινωνία των επενδυτών υπάρχουν συνήθως υψηλές ανταμοιβές για ενέργειες που βασίζονται περισσότερο στην αγελαία συμπεριφορά παρά στην ανεξάρτητη επενδυτική σκέψη. Τέλος, μια σημαντική παράμετρος η οποία συντελεί στην εμφάνιση της αγελαίας συμπεριφοράς είναι η προφορική επικοινωνία από «στόμα σε στόμα» (**Word of mouth**).

Οι επενδυτές εμπιστεύονται περισσότερο το άμεσο περιβάλλον τους (φίλους, συγγενείς, συναδέλφους) για να συλλέξουν πληροφορίες αναφορικά με τις επενδυτικές επιλογές τις οποίες πρόκειται να πραγματοποιήσουν παρά τα ΜΜΕ τα οποία έχουν τη δυνατότητα να διαδίδουν πληροφορίες όχι όμως και την ικανότητα να δημιουργούν συμπεριφορές.

Η μόδα και οι κερδοσκοπικές φούσκες αποτελούν παράδειγμα ήπιας και ισχυρής αντίστοιχα αγελαίας συμπεριφοράς.

2. ΠΡΟΣΚΟΛΛΗΣΗ-ΑΓΚΥΡΟΒΟΛΗΣΗ: Είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται όταν οι άνθρωποι προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα και βασίζουν την κρίση τους σε μεγάλο βαθμό σε ένα μόνο μέρος της **συνολικής πληροφόρησης**.

Όταν έρθει νέα πληροφόρηση προσαρμόζουν την κρίση τους με βάση τη συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί. Συνήθως όταν τεθεί σε λειτουργία η «**άγκυρα**» υπάρχει σημαντική μεροληψία προς αυτή την αξία-πληροφορία.

Στην χρηματοοικονομική ανάλυση οι παρελθούσες τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου όπως μιας μετοχής μπορούν να αποτελέσουν **σημείο αναφοράς** για μια επενδυτική απόφαση.

Για παράδειγμα οι τιμές των μετοχών στις κερδοσκοπικές αγορές, όπως στο Χρηματιστήριο είναι σε μεγάλο βαθμό υποκειμενικά καθορισμένες.

Είναι δύσκολο να πει κανείς αντικειμενικά ποιο θα είναι το επίπεδο ενός Γενικού Δείκτη Χρηματιστηριακών Τιμών. Σε απουσία οποιασδήποτε καλύτερης πληροφόρησης οι παρελθούσες χρηματιστηριακές τιμές είναι πιθανόν να είναι σημαντικός παράγοντας καθορισμού των σημερινών τιμών.

Στην περίπτωση αυτή η άγκυρα (**anchor**) είναι η τιμή που θυμούνται περισσότερο. Όσο οι τιμές του παρελθόντος λαμβάνονται ως η κυριότερη βάση για νέες τιμές, οι νέες τιμές θα τείνουν να κινούνται κοντά στις παλαιότερες.

Όταν λοιπόν δεν υπάρχουν καλύτερες πληροφορίες, οι παρελθούσες τιμές είναι σημαντικά καθοριστικοί παράγοντες των σημερινών τιμών αλλά και των αγοραπωλησιών.

Επομένως το σημείο **προσκόλλησης** είναι η πιο πρόσφατη τιμή που τα άτομα μπορούν να θυμηθούν. Γενικότερα, όσο περισσότερο διφορούμενη είναι η τιμή ενός πράγματος, τόσο περισσότερο σημαντική θα καταστεί η αγκυροβόληση (anchoring) στην απόφαση για τη νέα τιμή.

Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι τα γραφήματα των τιμών που αποτελούν και τη βάση της **Τεχνικής Ανάλυσης**. Στα γραφήματα τιμών καθοριστικό ρόλο παίζουν οι ακραίες δηλαδή οι μέγιστες και οι ελάχιστες τιμές του παρελθόντος.

Σχετικές έρευνες απέδειξαν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό, ότι μια μετοχή θα ακολουθήσει ανοδική πορεία, όταν έβλεπαν ένα διάγραμμα τιμών της

μετοχής με ένα μέγιστο και πτωτική πορεία όταν έβλεπαν ένα διάγραμμα με ένα ελάχιστο. Τα μέγιστα και τα ελάχιστα δηλαδή γίνονται anchors για τις μελλοντικές εκτιμήσεις τους.

Επιπρόσθετα η μνήμη των ιστορικών τιμών και η τάση οι παλαιές τιμές να λειτουργούν ως «άγκυρες» μπορεί να εξηγήσει την τάση των χρηματιστηριακών τιμών να αντιστρέφονται κινούμενες γύρω από ένα μέσο όρο (**mean reversion**). Έτσι, είναι πιθανόν οι μεταβολές των Χρηματιστηριακών τιμών μιας μετοχής να τείνουν να «προσκολλώνται» στις μεταβολές των τιμών άλλων μετοχών, και οι Χρηματιστηριακοί δείκτες για τη μετοχή μιας εταιρείας να «προσκολλώνται» σε επίπεδα δεικτών άλλων εταιρειών. Αυτή η προσκόλληση εξηγεί γιατί οι τιμές διαφορετικών μετοχών κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση.

Παράλληλα ερμηνεύει το γεγονός ότι μετοχές εταιρειών διαφορετικών κλάδων αλλά στην ίδια χώρα τείνουν να έχουν περισσότερο παρόμοιες κινήσεις παρά οι τιμές μετοχών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο αλλά σε διαφορετικές χώρες, αν και ο κλάδος καθορίζει πολύ περισσότερο τα βασικά χαρακτηριστικά μιας εταιρείας συγκριτικά με τον τόπο εγκατάστασής της.

3. ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑ (Representativeness): Συχνά προκειμένου να πάρουμε μια απόφαση προσπαθούμε να εντοπίσουμε κοινά σημεία μεταξύ διαφορετικών προβλημάτων ή θεωρούμε τυχαία γεγονότα ως τμήμα ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων. Έτσι στην προσπάθεια που κάνουμε να δώσουμε λύση σε ένα πρόβλημα αγνοούμε τους νόμους των πιθανοτήτων.

Με άλλα λόγια εάν δύο καταστάσεις μοιάζουν ή είναι παρόμοιες συχνά υποθέτουμε ότι έχουν κοινά σημεία.

Αυτού του τύπου οι αποφάσεις οδηγούν συχνά σε στερεότυπα και λανθασμένες γενικεύσεις.

Μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι συχνά τα άτομα αντί να παίρνουν αποφάσεις με ορθολογικό τρόπο σταθμίζοντας τις πιθανότητες, συστηματικά αποκλίνουν από αυτήν την πρακτική ειδικά όταν πρέπει να πάρουν γρήγορες αποφάσεις βασισμένοι σε ελλιπή πληροφόρηση. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα του ευριστικού κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας είναι η

σύγκριση **διαφορετικών χρονικών περιόδων για την εξαγωγή συμπερασμάτων.**

Για παράδειγμα πολλοί αναλυτές κατά την πρόσφατη κρίση των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών (2007-2009) έψαξαν να βρουν ομοιότητες και διαφορές με παλαιότερες κρίσεις όπως το κραχ του 1987 ή τη μεγάλη κρίση του 1929-1932 προκειμένου να προβλέψουν πώς θα κινηθούν οι αγορές στο μέλλον αγνοώντας τη βασική παράμετρο ότι οι παγκόσμιες αγορές διαφέρουν σημαντικά ως προς τη δομή τους από τις αγορές στις αρχές του αιώνα ή ακόμη και από τις αγορές πριν 20 χρόνια.

Παράγοντες όπως η τεχνολογία, οι καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά προϊόντων, η χρήση των παραγώγων, η απελευθέρωση της κίνησης του κεφαλαίου, η παρουσία νέων σημαντικών χωρών στο Παγκόσμιο στερέωμα (π.χ. Κίνα), η παγκοσμιοποίηση της παραγωγής, η άμεση σύνδεση των Αγορών κ.ά. είναι σημαντικοί παράγοντες που διαφοροποιούν τις καταστάσεις. Οι εν λόγω ζωτικής σημασίας παράγοντες υποσταθμίζονται από τους αναλυτές και τους ανθρώπους των μέσων μαζικής ενημέρωσης οι οποίοι υπερσταθμίζουν τα κοινά σημεία των χρηματοοικονομικών κρίσεων καταλήγοντας σε γενικεύσεις και ακαθόριστα συμπεράσματα.

4. ΥΠΕΡ-ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ (overconfidence): Οι άνθρωποι σε αρκετές περιπτώσεις τείνουν να βλέπουν τις επιλογές τους ως ορθολογικές και να έχουν υπερβολική εμπιστοσύνη (overconfidence) σ' αυτές ειδικά σε ό,τι αφορά γνωστικά αντικείμενα για τα οποία διαθέτουν κάποιου είδους γνώση.

Μια παρενέργεια που απορρέει από τον παραπάνω ευριστικό κανόνα είναι και η «**ψευδαίσθηση του ελέγχου**» (**illusion of control**) δηλαδή η τάση που έχουν οι άνθρωποι να πιστεύουν ότι έχουν τον έλεγχο ή ότι μπορούν να επηρεάσουν γεγονότα ή καταστάσεις πάνω στα οποία στην πραγματικότητα δεν έχουν καμία επιρροή.

Η ψευδαίσθηση του ελέγχου μπορεί να οδηγήσει τα άτομα στο να αναπτύξουν ένα είδος «**αναισθησίας**» στην υποδοχή νέων πληροφοριών, να εμποδίσει τη γνώση και να προδιαθέσει μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου εφόσον

ο υποκειμενικός κίνδυνος φαίνεται χαμηλότερος λόγω της συγκεκριμένης παρενέργειας του ευριστικού κανόνα.

Σε μια σειρά μελετών που πραγματοποίησαν οι **Feuton-O' Greevy** το 2004 διαπίστωσαν ότι σε ένα δείγμα διαπραγματευτών που δούλευαν σε επενδυτικές τράπεζες οι διαπραγματευτές που είχαν υψηλή «**ψευδαίσθηση του ελέγχου**» είχαν πολύ χειρότερη απόδοση στην **ανάλυση** και **διαχείριση κινδύνου** και πολύ χαμηλότερη συνεισφορά στα συνολικά κέρδη της ομάδας τους σε σχέση με τους διαπραγματευτές που είχαν χαμηλή «**ψευδαίσθηση ελέγχου**».

Οι ερευνητές **De Bondt και Thaler (1985)** θεωρούν ότι ο ευριστικός κανόνας της «**υπερβολικής εμπιστοσύνης**» είναι ένα από τα πιο σταθερά και βασικά ευρήματα της επιστήμης της ψυχολογίας σε ότι αφορά τις Χρηματοοικονομικές κρίσεις. Η υπέρ-εμπιστοσύνη εξωθεί τους επενδυτές στην αναθεώρηση των εκτιμήσεών τους με μεροληπτικό τρόπο.

Για παράδειγμα όταν οι επενδυτές μελετούν νέες δημοσιευμένες πληροφορίες έχουν την τάση να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα (υπερασταθμίζουν) όταν αυτές συμφωνούν με τις ατομικές τους πεποιθήσεις και να δίνουν μικρότερη βαρύτητα (υποσταθμίζουν) όταν οι νέες πληροφορίες δεν συμφωνούν μ' αυτές.

Με άλλα λόγια οι επενδυτές τείνουν να αποδίδουν τα γεγονότα που επιβεβαιώνουν τις ατομικές τους πεποιθήσεις στις υψηλές τους ικανότητες και τα γεγονότα που δεν επιβεβαιώνουν τις εν λόγω πεποιθήσεις στην τύχη (**self attribution bias**). Εάν η παραπάνω πρακτική υιοθετείται από τους επενδυτές σε μεγάλο βαθμό και συστηματικά, θα καταλήξουν να πιστεύουν ότι διαθέτουν εξαιρετικές ικανότητες που υπερβαίνουν το μέσο όρο και κατά συνέπεια θα οδηγηθούν σε υπέρ-εμπιστοσύνη στον εαυτό τους.

Επιπρόσθετα πολλές φορές τα άτομα αφού έχει συμβεί ένα γεγονός πιστεύουν ότι το είχαν προβλέψει σωστά (**hindsight bias**) κάτι που μπορεί να τα κάνει να πιστέψουν ότι μπορούν να προβλέψουν καλύτερα από ότι στην πραγματικότητα μπορούν.

Μια παρενέργεια που προκύπτει απ' αυτό τον ευριστικό κανόνα είναι ότι τα άτομα βλέπουν **τάσεις** σε εντελώς τυχαία δεδομένα και στοιχεία ή έχουν την αίσθηση ότι αναγνωρίζουν την προέλευση και άρα και τη βαρύτητα των διαφόρων γεγονότων, και συνεπώς νιώθουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στον εαυτό τους και την κρίση τους.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι οι επενδυτές ή διαχειριστές επενδύσεων οι οποίοι χαρακτηρίζονται από υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση δραστηριοποιούνται ταυτόχρονα σε ένα μεγάλο αριθμό αγορών και συγχρόνως πραγματοποιούν πολλές συναλλαγές σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (**Future Contracts**) γεγονός το οποίο οδηγεί σε υπερβολικά μεγάλο όγκο συναλλαγών στις κερδοσκοπικές αγορές.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι οι επενδυτές ή οι διαχειριστές επενδύσεων οι οποίοι χαρακτηρίζονται από υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση τείνουν να επιλέγουν πιο **«επικίνδυνα»** αξιόγραφα αυξάνοντας κατακόρυφα τον αναλαμβανόμενο επενδυτικό κίνδυνο.

Ο τρόπος για να αντιμετωπιστεί το σφάλμα της υπερβολικής εμπιστοσύνης (**Overconfidence**) είναι η καθιέρωση ενός συνόλου από αυστηρούς κανόνες διαχείρισης κινδύνου.

Ο επενδυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να απαντήσει στο ερώτημα τι ποσοστό από το χαρτοφυλάκιο του επιθυμεί να ρισκάρει σε κάθε συναλλαγή καθώς και τι ποσοστό από το χαρτοφυλάκιο του είναι διατεθειμένος να χάσει πριν επαναξιολογήσει την επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί.

Κατά συνέπεια η διαχείριση του συμπεριφορικού σφάλματος της υπερβολικής εμπιστοσύνης των επενδυτών στις ατομικές τους ικανότητες μπορεί να αντιμετωπιστεί με τον περιορισμό του αριθμού των συμβολαίων στα οποία συμμετέχουν καθώς και του ύψους του ρίσκου που αυτοί αναλαμβάνουν επεκτείνοντας τη διασπορά κινδύνου σε ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο τους.

5. ΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (Mental Accounting): Σύμφωνα με πολλούς ερευνητές οι άνθρωποι ξεχωρίζουν το μυαλό τους τα γεγονότα και τις προοπτικές αλλά και τα τρέχοντα και μελλοντικά περιουσιακά τους στοιχεία σε ξεχωριστούς μη αλληλοεπιδρώντες νοητικούς λογαριασμούς. Αυτό αποτελεί την

κεντρική ιδέα της νοητικής λογιστικής η οποία θεωρεί ότι οι άνθρωποι αποδίδουν διαφορετικά επίπεδα **χρησιμότητας** σε κάθε ομάδα νοητικών λογαριασμών κάτι το οποίο επηρεάζει τις καταναλωτικές τους αποφάσεις, την αποταμίευση, τη στάση τους απέναντι στις ζημιές την οριακή ροπή για κατανάλωση κ.ά.

Ο τρόπος με τον οποίο οι άνθρωποι πλαισιώνουν (**framing**) υποκειμενικά μια συναλλαγή στο μυαλό τους καθορίζει και τη χρησιμότητα που αναμένουν από τη συναλλαγή. Οι **Shefrin** και **Thaler (1988)** θεωρούν ότι οι άνθρωποι δημιουργούν **νοητικά λογιστικά συστήματα** τα οποία λειτουργούν όπως οι επιχειρήσεις και ξεχωρίζουν τον πλούτο τους σε τρεις λογαριασμούς: α) το τρέχον εισόδημα β) τα περιουσιακά στοιχεία γ) το μελλοντικό εισόδημα.

Γενικά σύμφωνα με την συγκεκριμένη θεωρία τα άτομα αντί να βελτιστοποιούν τις καταναλωτικές επιλογές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα παίρνουν αποφάσεις με σημαντικά μικρότερης χρονικής διάρκειας ορίζοντα χρησιμοποιώντας νοητικούς λογαριασμούς.

Για παράδειγμα πολλοί επενδυτές έχουν σε μια κερδοφόρα χρηματιστηριακή περίοδο την τάση να πωλούν όλες τις μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους χωρίς να εξετάζουν την κάθε μια χωριστά. Η ζημιά από κάποιες μετοχές, μέσα στο συνολικό κέρδος γίνεται πιο εύκολα αποδεκτή παρά όταν τη δει κανείς χωριστά.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα νοητικής λογιστικής αποτελεί και η περίπτωση των χρηματιστηριακών αποδόσεων στην οποία οι ιδιώτες επενδυτές αντιμετωπίζουν διαφορετικά τα **μερίσματα** από τα **κεφαλαιακά κέρδη**.

Σε ένα κόσμο χωρίς φόρους και διαχειριστικό κόστος οι επενδυτές θα έπρεπε να είναι αδιάφοροι ανάμεσα σε ένα μέρισμα ενός ευρώ και σε κέρδη κεφαλαίου επίσης ενός ευρώ. Το μέρισμα του ενός ευρώ είναι διαφορετικό από το αντίστοιχο κέρδος κεφαλαίου διότι σύμφωνα με τη θεωρία των Προσδοκιών οι επενδυτές τείνουν να κατατάσσουν τις αποδόσεις τους σε δύο διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς (**Shefrin, Statman**). Έτσι για μια μετοχή που μπορεί να πληρώνει μέρισμα αλλά χάνει σε κεφαλαιακή αξία οι επενδυτές μπορεί να είναι διστακτικοί και απρόθυμοι να την πουλήσουν, φοβούμενοι ότι έτσι θα κλείσουν ένα νοητικό λογαριασμό που περιέχει εισόδημα από μερίσματα.

Επιπρόσθετα οι Shefrin και Statman διατύπωσαν την άποψη ότι οι επενδυτές σκέφτονται ότι έχουν ένα «**ασφαλές**» κομμάτι του χαρτοφυλακίου τους (**μέρισμα**) που προστατεύεται από τον κίνδυνο πτωτικής τάσης της αγοράς και ένα άλλο (**κεφαλαιακό κέρδος**) το οποίο αν και ενέχει κίνδυνο μπορεί να τους κάνει πλούσιους (**κερδοσκοπία**).

6. Ασυνεπής Αντίληψη και Θεωρία της Μετάνοιας

Αφορά την ψυχική σύγκρουση που βιώνουν τα άτομα όταν τους παρουσιάζονται αποδεικτικά στοιχεία αντίθετα προς τις αντιλήψεις και τις πεποιθήσεις τους. Με άλλα λόγια εάν υπάρχουν δύο αντικρουόμενες απόψεις και η μια εξ' αυτών «υποστηρίζεται» μέσα από τα διάφορα συναισθήματα ενός ατόμου είναι δηλαδή η **προτιμώμενη** απ' αυτό, ο εγκέφαλος του αυτόματα προσπαθεί να αποφύγει-απορρίψει την αντίθετη άποψη και να βρει επιχειρήματα για την προτιμώμενη. Στα Χρηματοοικονομικά και στο πλαίσιο της ασυνεπούς αντίληψης όταν κάποια επενδυτική επιλογή αποδειχθεί κερδοφόρα, οι άνθρωποι τείνουν να την αποδίδουν σε εξυπνάδα, στρατηγική υπομονή και ο,τιδήποτε άλλο βελτιώνει την εικόνα τους στους τρίτους αλλά και στον ίδιο τους τον εαυτό. Στην αντίθετη περίπτωση οι άνθρωποι δε συνηθίζουν να επιρρίπτουν ευθύνες στον εαυτό τους αλλά στην ατυχία τους ή σε άλλα πρόσωπα.

Στο πλαίσιο της **Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής** η έννοια της ασυνεπούς αντίληψης αναλυτικά προβλέπει τα εξής:

1) Τα άτομα έχουν προτιμήσεις για τις πεποιθήσεις τους που αφορούν τις πιθανές (ενδεχόμενες) καταστάσεις του κόσμου.

2) Τα άτομα ελέγχουν σε κάποιο βαθμό τις πεποιθήσεις τους. Όχι μόνο είναι ικανά να ασκήσουν έλεγχο σ' αυτές αλλά μπορούν και να τις επηρεάσουν επιλέγοντας εκείνες τις πηγές πληροφόρησης που τις επιβεβαιώνουν.

3) Τα άτομα μόλις επιλέξουν τις πεποιθήσεις τους τείνουν να τις διατηρούν στο χρόνο.

Στενά συνδεδεμένη με την **ασυνεπή αντίληψη** είναι και η θεωρία της **μετάνοιας (regret theory)**.

Η μετάνοια είναι μια επίπονη ψυχοπνευματική διαταραχή που προκαλείται από σύγκρουση συναισθημάτων και προκύπτει όταν από τη μία υπάρχουν στοιχεία ότι οι πεποιθήσεις ή τα συμπεράσματα ενός ατόμου είναι λανθασμένα και από την άλλη υπάρχει η καλή εικόνα που ο καθένας έχει για τον εαυτό του.

Η μετάνοια δημιουργεί στο άτομο οδυνηρά συναισθήματα για την απόφαση που οδήγησε σε άσχημο αποτέλεσμα και ενδέχεται στην προσπάθεια του ατόμου να αποφύγει τον πόνο που αυτή προκαλεί να το οδηγήσει σε παράλογες αντιδράσεις.

Η βασική αρχή πάνω στην οποία στηρίζεται η θεωρία της μετάνοιας είναι ότι οι άνθρωποι είναι γενικά απρόθυμοι να χάσουν καθώς η αναγνώριση της ζημιάς ισοδυναμεί με αναγνώριση της λανθασμένης επιλογής τους.

Το δυσάρεστο συναίσθημα να μετανιώνουμε για κάποια επιλογή μας είναι πολύ χειρότερο και από την ίδια τη ζημιά που έχουμε υποστεί. Για το λόγο αυτό ο υπολογισμός της ζημιάς από τα άτομα γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να τα κάνει να μετανιώνουν όσο το δυνατόν λιγότερο.

Η θεωρία της μετάνοιας μας βοηθάει σημαντικά στο να ερμηνεύσουμε το γεγονός ότι οι επενδυτές επειδή δε θέλουν να δεχθούν μια λανθασμένη επενδυτική επιλογή καθώς και το δυσάρεστο συναίσθημα της μετάνοιας που τη συνοδεύει τείνουν να αναβάλλουν την πώληση μετοχών των οποίων η τιμή έπεσε και να επιταχύνουν την πώληση άλλων των οποίων η τιμή ανέβηκε.

Με άλλα λόγια οι επενδυτές αποφεύγουν να πουλήσουν τις μετοχές που ακολούθησαν πτωτική πορεία προκειμένου να μη δώσουν και τυπικά τέλος σε μια λανθασμένη επενδυτική επιλογή που είχαν κάνει και να αποφύγουν έτσι το δυσάρεστο συναίσθημα της μετάνοιας.

7. ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION): Υπάρχει μια σημαντική παράμετρος που επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις η ζημιά. Ωστόσο παρατηρείται μια ασυμμετρία μεταξύ των χρησιμοτήτων που τα άτομα ενσωματώνουν στα κέρδη και στις απώλειες. Αυτή η ασυμμετρία καλείται αποστροφή της ζημιάς (**loss aversion**).

Εμπειρικές έρευνες έδειξαν ότι οι απώλειες σταθμίζονται σχεδόν διπλάσια από τα κέρδη. Πιο συγκεκριμένα ο συντελεστής αποστροφής της ζημιάς (**loss**

aversion Coefficient) είναι περίπου 2, δηλαδή η ζημιά που συνδέεται με ένα ποσό X είναι περίπου δύο φορές πιο οδυνηρή από την ευχαρίστηση του να κερδίσει κάποιος ένα αντίστοιχο ποσό X.

Εάν η αποστροφή της ζημιάς συνδυαστεί με την τάση που έχουν τα άτομα να αποτιμούν σποραδικά τις επενδυτικές τους στρατηγικές και ταυτόχρονα να αγνοούν γεγονότα που μπορεί να συμβούν μετά τη λήξη του επενδυτικού ορίζοντα που είχε θέσει ο επενδυτής, καταλήγουμε σε ένα φαινόμενο το οποίο καλείται **μυωπική αποστροφή της ζωής (Myopic loss aversion)**. Δύο είναι οι επιπτώσεις της μυωπικής αποστροφής της ζημιάς οι οποίες έχουν εξετασθεί πειραματικά.

Η πρώτη αφορά το γεγονός ότι οι επενδυτές οι οποίοι παρουσιάζουν μυωπική αποστροφή στις ζημιές είναι περισσότερο πρόθυμοι να αποδεχτούν κινδύνους, εάν δεν αποτιμούν τις επενδύσεις τους συχνά. Η δεύτερη συνδέεται με το γεγονός ότι οι επενδυτές αποδέχονται να αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους ώστε να εξαλείψουν πιθανές χρηματιστηριακές ζημιές εφόσον τα κέρδη τους αυξάνονται επαρκώς.

Το φαινόμενο της αποστροφής της ζημιάς βοηθάει σημαντικά στο να ερμηνευτεί η τάση των επενδυτών να κρατούν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα τίτλους που αποφέρουν ζημιές και αντίστοιχα να πωλούν κερδοφόρους τίτλους συγκριτικά πολύ νωρίτερα. Έχει υπολογιστεί ότι οι καλές μετοχές που ρευστοποιούνται παρουσιάζουν στον επόμενο χρόνο αποδόσεις 3,8% μεγαλύτερες από αυτές των ζημιογόνων μετοχών που για συναισθηματικούς κυρίως λόγους, επιμένουμε να διατηρούμε στο χαρτοφυλάκιό μας.

Οι Shefrin και Statman ονόμασαν τη συγκεκριμένη συμπεριφορά η οποία στη γλώσσα των χρηματιστών είναι γνωστή και ως «selling winners too early and tiding losers too long», **αποτέλεσμα προδιάθεσης (disposition effect)**. Η απόστροφή του κινδύνου, στην περίπτωση κερδών κάνει τους επενδυτές να πωλήσουν σχετικά γρήγορα τις μετοχές με ανερχόμενες τιμές πιέζοντας έτσι τις τιμές προς τα κάτω. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να προετοιμάζεται το έδαφος για περαιτέρω αύξηση στις τιμές όταν αυτές επιστρέψουν στη θεμελιώδη αξία τους.

Αντιστρόφως η όλο και μεγαλύτερη αναζήτηση για ανάληψη κινδύνων παρά τις απώλειες, θα κάνει τους επενδυτές να περιμένουν όλο και

περισσότερο όταν οι τιμές πέφτουν οδηγώντας έτσι τις τιμές των μετοχών κάτω από τις θεμελιώδεις αξίες τους.

1.11 Συμπεριφορικά Σφάλματα (Behavioral Biases)

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (**Behavioral Finance**) προσπαθεί να εντοπίσει και να ερμηνεύσει τους συναισθηματικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα άτομα κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και επιτρέπει με τον τρόπο αυτό στους επενδυτές καθώς και στους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων να αναγνωρίσουν τις καταστάσεις στις οποίες είναι ιδιαίτερα πιθανό να γίνει κάποιο **επενδυτικό λάθος**.

Διακρίνονται δύο κατηγορίες συμπεριφορικών σφαλμάτων : Τα **γνωστικά σφάλματα** τα οποία προέρχονται από στατιστικά λάθη, λάθη στην επεξεργασία των πληροφοριών καθώς και υποσυνείδητες νοητικές διεργασίες κατά την επεξεργασία των πληροφοριών που παρατηρούνται σε κάθε άτομο.

Από την άλλη πλευρά υπάρχουν και τα **συναισθηματικά** συμπεριφορικά σφάλματα.

Το συναίσθημα είναι μια νοητική κατάσταση η οποία δημιουργείται αυθόρμητα και μη συνειδητά. Πολλές φορές τα συναισθήματα είναι ανεξέλεγκτα ή μη επιθυμητά από το άτομο.

Όταν το συναίσθημα επιδρά στους επενδυτές τους οδηγεί συχνά στη λήψη μη ορθολογικών επενδυτικών αποφάσεων οι οποίες βασίζονται στην παρόρμηση και όχι στην ανάλυση των πραγματικών δεδομένων.

1.11.1 ΓΝΩΣΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

1. ΣΦΑΛΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

(Representativeness Bias)

Ένα δημοφιλές γνωστικό συμπεριφορικό σφάλμα είναι το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας (**Representativeness bias**).

Η αντιπροσωπευτικότητα είναι ένα γνωστικό σφάλμα στο οποίο οι αποφάσεις λαμβάνονται ανάλογα με το πόσο αντιπροσωπευτικό είναι κάποιο χαρακτηριστικό, ανεξάρτητα από τις υπόλοιπες πληροφορίες που μπορεί να αφορούν μια επενδυτική επιλογή.

Ο ανθρώπινος νους κάνει την υπόθεση ότι πράγματα που έχουν τις ίδιες ιδιότητες είναι και όμοια.

Έτσι οδηγεί εσφαλμένα τους επενδυτές να πιστεύουν ότι οι καλές εταιρείες είναι ταυτόχρονα και καλές επενδύσεις.

Ένα παράδειγμα από το χώρο των επενδύσεων είναι η κυρίαρχη λανθασμένη πεποίθηση ότι οι παρελθούσες, αποδόσεις των **Αμοιβαίων Κεφαλαίων** αποτελούν την καλύτερη ένδειξη για τις μελλοντικές αποδόσεις τους, κατά συνέπεια πρέπει να επενδύουμε στα Αμοιβαία Κεφάλαια που σημείωσαν τις μεγαλύτερες αποδόσεις την προηγούμενη πενταετία.

Ωστόσο είναι προφανές ότι οι παρελθούσες αποδόσεις δε διασφαλίζουν τις μελλοντικές. Επομένως οι επενδυτές πρέπει να εστιάζουν στον κίνδυνο και στην αναμενόμενη μελλοντική απόδοση που τους εξασφαλίζουν οι διάφορες εναλλακτικές επενδύσεις και όχι στα δεδομένα του παρελθόντος.

Η διάπραξη του σφάλματος της αντιπροσωπευτικότητας έχει εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις για τους επενδυτές.

Συχνά οι επενδυτές προδιαγράφουν την πιθανή επιτυχή πορεία μιας επένδυσης εντάσσοντάς την σε μια οικεία γι' αυτούς κατηγορία επενδύσεων. Αν για παράδειγμα μια μετοχή χαρακτηρίζεται ως **blue chip** οι επενδυτές θεωρούν ότι θα ακολουθήσει την ανοδική πορεία των μετοχών αυτής της κατηγορίας.

Επιπρόσθετα συχνά οι επενδυτές βασίζονται σε ένα πολύ μικρό δείγμα παρατηρήσεων τις οποίες χρησιμοποιούν προκειμένου να εξάγουν αντιπροσωπευτικά συμπεράσματα.

Σημαντικά επενδυτικά λάθη διαπράττονται όταν οι επενδυτικές επιλογές βασίζονται σε πολύ πρόσφατες παρελθούσες αποδόσεις διαχειριστών ή σε παρελθούσες προβλέψεις αναλυτών.

2. ΣΦΑΛΜΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (Availability Bias)

Το συγκεκριμένο συμπεριφορικό σφάλμα διαπράττεται από τους επενδυτές όταν αυτοί αξιολογούν μια επενδυτική επιλογή τους βασισμένοι σε πληροφορίες που είναι εύκολα και άμεσα διαθέσιμες στο περιβάλλον τους.

Με τον τρόπο αυτό οι επενδυτές αξιολογούν και επιλέγουν επενδύσεις χωρίς προηγουμένως να επεξεργαστούν αναλυτικά όλες τις διαθέσιμες επιλογές και τα πραγματικά εμπειρικά δεδομένα, ώστε να καταλήξουν σε μια ορθή με βάση τα στοιχεία αυτά επιλογή.

Επιπρόσθετα κατά τη διάπραξη του σφάλματος της διαθεσιμότητας οι επενδυτές επιλέγουν επενδύσεις βασιζόμενοι σε προγενέστερες προσωπικές επενδυτικές εμπειρίες τους ή σε χαρακτηριστικά που συνδέονται με την προσωπικότητά τους.

Έτσι εάν λόγω χάρη είχαν επιτύχει, αυξημένες αποδόσεις κατά το παρελθόν επενδύοντας σε ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο όπως τα Αμοιβαία Κεφάλαια θα προβούν στην επανάληψη της συγκεκριμένης επενδυτικής επιλογής χωρίς απαραίτητα να συντρέχουν οι ίδιες συνθήκες οι οποίες τους είχαν εξασφαλίσει αυτές τις αποδόσεις κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Παράλληλα ατομικά χαρακτηριστικά των επενδυτών όπως για παράδειγμα ο συντηρητισμός μπορεί να τους οδηγήσουν στο να πραγματοποιήσουν συντηρητικές επενδυτικές επιλογές στερώντας τους ταυτόχρονα τη δυνατότητα να αντλήσουν οφέλη από πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες που έχουν προκύψει στο περιβάλλον τους.

Στην κατηγορία των σφαλμάτων διαθεσιμότητας ανήκει και το σφάλμα της πρόσφατης κατάστασης (**Recency Bias**).

Το σφάλμα της πρόσφατης κατάστασης συνδέεται με την τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερη προσοχή σε γεγονότα που έχουν συμβεί πρόσφατα σε σχέση με όσα συνέβησαν στο μακρινό παρελθόν.

Έτσι οι επενδυτές διαπράττοντας το συγκεκριμένο επενδυτικό σφάλμα δίνουν έμφαση σε βραχυπρόθεσμες πληροφορίες που έχουν στην διάθεσή τους και οι οποίες συνδέονται με ετήσια μηνιαία ή ημερήσια δεδομένα, προκειμένου να λάβουν τις όποιες επενδυτικές αποφάσεις επιδιώκοντας συγχρόνως να επιτύχουν γρήγορα αποτελέσματα.

3. ΣΦΑΛΜΑ ΟΙΚΕΙΟΤΗΤΑΣ (Familiarity Bias): Σύμφωνα με τη Χρηματοοικονομική θεωρία η επιλογή μιας επένδυσης θα πρέπει να γίνεται με βάση την ανάλυση της αναμενόμενης απόδοσης και του αναλαμβανόμενου αντίστοιχα κινδύνου. Ωστόσο η πραγματικότητα δείχνει ότι οι επενδυτές επιλέγουν τα χρεόγραφα με τα οποία είναι περισσότερο εξοικειωμένοι

διαπράττοντας έτσι το σφάλμα της οικειότητας (**familiarity bias**) το οποίο έχει ισχυρή επίδραση στην αγοραστική τους συμπεριφορά.

Η επιλογή επενδύσεων θα έπρεπε να είναι μια άσκηση στη λήψη αποφάσεων κάτω από συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας.

Ωστόσο μέσα από τη διάπραξη του σφάλματος της οικειότητας (**familiarity bias**) οι παραπάνω επενδυτικοί κανόνες καταστρατηγούνται και η επιλογή βασίζεται στο βαθμό εξοικείωσης, με μια συγκεκριμένη επένδυση έστω και αν οι πιθανότητες επιτυχίας από την υλοποίηση της είναι πολύ μικρές συγκριτικά με άλλες διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές.

Η οικειότητα συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με μια γενική αίσθηση άνεσης που διακατέχει τα άτομα για το «γνωστό» και μια αντίστοιχη αίσθηση φόβου σε αρκετές περιπτώσεις ακόμη και απέχθειας για το άγνωστο.

Η πιο επικίνδυνη μορφή του σφάλματος της οικειότητας συνδέεται με την επένδυση σε ένα μεγάλο ποσοστό του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή σε μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζεται (**employer bias**). Μέσα από τη συγκεκριμένη επενδυτική επιλογή υπάρχει κίνδυνος σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας ο εργαζόμενος – επενδυτής να υποστεί ταυτόχρονα απώλεια εργασίας και αποτυχία επένδυσης με εξαιρετικά οδυνηρές επιπτώσεις για το εργασιακό και προσωπικό του μέλλον.

Συχνά η επιλογή των εργαζομένων σε μια εταιρία να επενδύουν σε μεγάλο ποσοστό σε μετοχές της προκειμένου να εξασφαλίσουν τη συνταξιοδότηση τους, λόγω της εξοικείωσης που διαθέτουν μ' αυτή, μελλοντικά μπορεί να τους στερήσει τη δυνατότητα να εξασφαλίσουν μια αξιοπρεπή διαβίωση στα γηρατιά τους.

Ειδική περίπτωση του σφάλματος της οικειότητας αποτελεί το σφάλμα της **Εντοπιότητας** (**Home Bias**) το οποίο αφορά την τάση των επενδυτών αλλά και των διαχειριστών χαρτοφυλακίων να επενδύουν ένα δυσανάλογα μεγάλο ποσοστό κεφαλαίων σε εγχώριες μετοχές.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της διάπραξης του σφάλματος της εντοπιότητας αποτελεί η περίπτωση των Ελλήνων Επενδυτών καθώς και των Εγχώριων Ασφαλιστικών Ταμείων που έχοντας επενδύσει ένα μεγάλο ποσοστό κεφαλαίων σε Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου βίωσαν τις ολέθριες

συνέπειες της πρόσφατης οικονομικής κρίσης με την εφαρμογή του p.s.i. και το «κούρεμα» των συγκεκριμένων ομολόγων στα οποία είχαν επενδύσει αποσκοπώντας στην εξασφάλιση υψηλότερων μελλοντικών αποδόσεων.

Ένας από τους βασικότερους τρόπους που μπορούν να υιοθετήσουν οι επενδυτές και οι επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων προκειμένου να αποφύγουν τη διάπραξη του σφάλματος της εντοπιότητας είναι η **διεθνική διαφοροποίηση** του **χαρτοφυλακίου** στο οποίο έχουν επενδύσει.

Παράγοντες ωστόσο όπως ο συναλλαγματικός κίνδυνος, το κόστος των συναλλαγών, η ασύμμετρη πληροφόρηση, οι διαφορές στα Λογιστικά συστήματα των χωρών, τα πρότυπα αναφοράς, η αποφυγή του ρίσκου, τα γλωσσικά εμπόδια, ο πατριωτισμός, η ταξική συνείδηση καθιστούν εξαιρετικά δύσκολη την διεθνική διαφοροποίηση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου.

Η επένδυση ωστόσο σε αξιόγραφα πολυεθνικών εταιρειών οι οποίες διαθέτουν κεντρικά γραφεία στη χώρα διαμονής του επενδυτή θα μπορούσε να αποτελέσει μια ασφαλή και αξιόπιστη λύση για τη διεθνική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του απομακρύνοντας ταυτόχρονα τη διάπραξη του σφάλματος εντοπιότητας.

4. ΣΦΑΛΜΑ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗΣ (Framing): Στην κατηγορία των γνωστικών συμπεριφορικών σφαλμάτων εντάσσεται και το σφάλμα της διατύπωσης (Framing).

Είναι γνωστό ότι η λύση σε κάθε πρόβλημα επενδυτικό ή μη επηρεάζεται από τον τρόπο με τον οποίο το ίδιο το πρόβλημα είναι διατυπωμένο. Έτσι πολλές φορές μια διαφορετική διατύπωση του μπορεί να μας οδηγήσει σε εντελώς διαφορετικά συμπεράσματα. Το ζήτημα αυτό παραβιάζει την παραδοσιακή οπτική της ορθολογικής επιλογής η οποία υποθέτει ανεξαρτησία του πλαισίου αναφοράς ενός προβλήματος (**frame independence**), δηλαδή υποθέτει ότι η πλαισίωση του προβλήματος δεν επηρεάζει την όποια απόφαση συνδέεται μ' αυτό.

Στην παραδοσιακή Χρηματοοικονομική ο ορθολογικός επενδυτής μπορεί να εξάγει ασφαλή συμπεράσματα μέσα από τους διαφορετικούς τρόπους με τους οποίους μπορεί να παρουσιαστούν οι χρηματικές ροές μιας επένδυσης.

Η έρευνα της πραγματοποιήθηκε από τους **Tversky** και **Kahneman** (1982) μέσα από ένα πολυσυζητημένο παράδειγμα, έδειξε ότι υπάρχουν συστηματικές αλλαγές στις προτιμήσεις των ατόμων όταν το ίδιο πρόβλημα παρουσιάζεται – διατυπώνεται με διαφορετικό τρόπο.

Συγκεκριμένα πραγματοποιήθηκαν δυο πειράματα : στο πρώτο πείραμα είπαν στους συμμετέχοντες να υποθέσουν ότι μια θανατηφόρα ασθένεια θα επηρεάσει 600 άτομα και ότι είχαν δύο εναλλακτικές επιλογές:

- Το πρόγραμμα Α με βάση το οποίο 200 από τα 600 άτομα θα καταφέρουν να επιβιώσουν.

- Το πρόγραμμα Β βάσει του οποίου υπάρχει μια πιθανότητα 34% να σωθούν και τα 600 άτομα και μια πιθανότητα 60% να μη σωθεί κανένα.

Το 72% των συμμετεχόντων επέλεξε το Πρόγραμμα Α και το 28% το Πρόγραμμα Β.

Έπειτα στο δεύτερο πείραμα έθεσαν στους συμμετέχοντες τις εξής δύο άλλες επιλογές:

- Το Πρόγραμμα Γ με βάση το οποίο 400 άτομα θα πέθαιναν.

- Το Πρόγραμμα Δ με βάση το οποίο υπήρχε μια πιθανότητα 34% να μην πεθάνει κανένας και μια πιθανότητα 66% να πεθάνουν και τα 600 άτομα.

Στο δεύτερο πείραμα το 78% των ατόμων που συμμετέχουν επέλεξε το πρόγραμμα Δ και μόλις το 22 % το Πρόγραμμα Γ.

Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι τα Προγράμματα Α και Γ και τα Β και Δ είναι ουσιαστικά τα ίδια και απλά μια διαφοροποίηση στη διατύπωση του προβλήματος οδήγησε σε μεταστροφή των προτιμήσεων των ατόμων.

Η αρχή αυτή η οποία προέκυψε από την πραγματοποίηση των παραπάνω πειραμάτων χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό στη διενέργεια διαπραγματεύσεων: όταν θέλουμε κάποιος να δεχτεί κάτι θα πρέπει να επικεντρωνόμαστε στο να του παρουσιάσουμε το αναμενόμενο κέρδος ενώ αντίστοιχα όταν θέλουμε κάποιος να απορρίψει κάτι θα πρέπει να επικεντρωνόμαστε στο να του παρουσιάσουμε την πιθανή ζημιά που θα υποστεί.

Σε ότι αφορά τους Επενδυτές ο τρόπος με τον οποίο τους παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν αξιόγραφα τα οποία επιθυμούν να συμπεριλάβουν στο

χαρτοφυλάκιο τους μπορεί να τους οδηγήσει σε αλλαγή του επενδυτικού τους προφίλ μετατρέποντάς τους από επιθετικούς σε συντηρητικούς επενδυτές.

Επιπρόσθετα ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζονται τα αναμενόμενα κέρδη και ο κίνδυνος μιας επένδυσης στους επενδυτές μπορεί να τους αποτρέψει ή να τους οδηγήσει στην επιλογή μιας επένδυσης χωρίς κατ' ανάγκη τα δεδομένα αυτά να στηρίζονται σε μια ορθολογική αξιολόγηση.

Ο **Shefrin** (2002) διατύπωσε την άποψη ότι το συμπεριφορικό σφάλμα της διατύπωσης (**Framing**) αποτελεί συνάρτηση τριών πραγμάτων: **α)** της αποστροφής της ζημίας από τα άτομα (**Loss aversion**) **β)** της ταυτόχρονης λήψης αποφάσεων και **γ)** της ηδονικής Επεξεργασίας (**Hedonic Editing**).

Ας εξετάσουμε το παράδειγμα ενός ατόμου που χάνει 10 € σε δύο διαφορετικές τοποθεσίες (π.χ. στο Σύνταγμα και την Ομόνοια αντίστοιχα) στη διάρκεια μιας ημέρας.

Έστω ότι το ίδιο άτομο την επόμενη ημέρα χάνει 20 € στην ίδια τοποθεσία (π.χ. 20 € στο Σύνταγμα).

Στο ερώτημα ποια από τις δύο ημέρες είναι η χειρότερη τα περισσότερα άτομα απάντησαν η πρώτη.

Εάν αντιστραφεί το παραπάνω πρόβλημα η εύρεση 10 € σε δύο διαφορετικές τοποθεσίες θεωρείται καλύτερη από την εύρεση ενός συνολικού ποσού 20€ σε μια και μόνο τοποθεσία. Το συμπέρασμα το οποίο μπορεί κάποιος να εξάγει από το παραπάνω παράδειγμα είναι ότι το κλειδί στην επίλυση ενός προβλήματος είναι ο τρόπος με τον οποίο τα άτομα το επεξεργάζονται στην προσπάθεια τους να βρουν μια λύση.

Ο τρόπος πλαισίωσης – διατύπωσης (**Framing**) του προβλήματος είναι επίσης καθοριστικής σημασίας για τη λύση η οποία πρόκειται να επιλεγεί.

Τα άτομα προτιμούν να βιώνουν τα κέρδη σε χωριστούς νοητικούς λογαριασμούς παρά μαζί ενώ ταυτόχρονα προσπαθούν να αντισταθμίσουν τυχόν μικρές απώλειες ενσωματώνοντας τις σε μεγαλύτερα κέρδη.

Η παράμετρος αυτή αποτελεί τη λεγόμενη ηδονική επεξεργασία έναν από τους τρεις παράγοντες οι οποίοι κατά τον **Seffrin** συμβάλλουν στην εδραίωση του εν λόγω συμπεριφορικού σφάλματος.

1.11.2 ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ (Emotional) Bias

1. Σφάλμα Αισιοδοξίας: (Optimism Bias)

Στην κατηγορία των συναισθηματικών συμπεριφορών σφαλμάτων συμπεριλαμβάνεται και το σφάλμα της αισιοδοξίας το οποίο είναι γνωστό και ως «ψευδαίσθηση της θετικότητας».

Οι ατομικοί επενδυτές έχουν την τάση να είναι υπερβολικά αισιόδοξοι. Συνηθίζουν να επικεντρώνονται στις πιθανές θετικές αποδόσεις μιας επενδυτικής τους επιλογής και όχι στις πιθανές επικείμενες απώλειες που μπορεί να υποστούν.

Η αισιοδοξία ασκεί επίδραση στους επενδυτές σε δύο κυρίως διαστάσεις: Η πρώτη διάσταση συνδέεται με το γεγονός ότι οι αισιόδοξοι επενδυτές δεν αναλύουν σε βάθος τις επενδύσεις που πρόκειται να πραγματοποιήσουν και η δεύτερη διάσταση με το γεγονός ότι δε λαμβάνουν σοβαρά υπόψιν το ρόλο του κινδύνου στις επενδύσεις τους παραβλέποντας τις αρνητικές πληροφορίες που υπάρχουν για τα αξιόγραφα που έχουν συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιό τους.

Οι επιπτώσεις από τη διάπραξη του σφάλματος της αισιοδοξίας (Optimism Bias) είναι εξαιρετικά δυσμενείς για τους επενδυτές: Θεωρώντας ότι έχουν κάνει τη βέλτιστη επενδυτική επιλογή επενδύουν σε αξιόγραφα συγκεκριμένων εταιρειών πιστεύοντας ότι οι συγκεκριμένες εταιρείες δε θα παρουσιάσουν απώλειες.

Επιπρόσθετα η υπεραισιοδοξία δημιουργεί στους επενδυτές την ψευδαίσθηση ότι θα επιτύχουν αποδόσεις ανάλογες με αυτές της Αγοράς χωρίς ωστόσο να λαμβάνουν υπόψιν τους παράγοντες όπως ο Πληθωρισμός, τα έξοδα και οι φόροι, οι οποίοι μειώνουν τις πραγματικά επιτυγχανόμενες αποδόσεις.

Στο πεδίο των επενδύσεων αποτελεί αξίωμα ότι ο μέσος επενδυτής θα «χάσει» χρήματα στις αγορές.

Οι επενδυτές ωστόσο υποθέτουν ότι οι ίδιοι θα αποτελέσουν την εξαίρεση σ' αυτό τον άτυπο κανόνα.

Η υπόθεση αυτή είναι ένας ακόμη τρόπος εκδήλωσης του σφάλματος της αισιοδοξίας.

Τα συσσωρευμένα αποτελέσματα από την ευρεία εξάπλωση του σφάλματος της αισιοδοξίας ισοδυναμούν με αυτά μιας κερδοσκοπικής φούσκας, και αποτελούν ένα ακόμα πλήγμα για τη θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς όπου όλες οι επενδυτικές αποφάσεις είναι αυστηρά βασισμένες στη λογική.

2. ΣΦΑΛΜΑ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑΣ (Pessimism Bias): Στον αντίποδα του συμπεριφορικού σφάλματος της αισιοδοξίας βρίσκεται το σφάλμα της απαισιοδοξίας (pessimism bias). Η απαισιοδοξία των επενδυτών μπορεί να πηγάζει από την υπερεκτίμηση αρνητικών εμπειριών που έχουν βιώσει σε προγενέστερα επενδυτικά τους εγχειρήματα.

Τα συναισθήματα απαισιοδοξίας μπορεί να οδηγήσουν τους επενδυτές στο να πάρουν απερίσκεπτα ρίσκα ή να χάσουν κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες καθοδηγούμενοι από τα συγκεκριμένα συναισθήματα.

3. ΣΦΑΛΜΑ ΑΥΤΟΕΛΕΓΧΟΥ (Self-Control Bias): Το συγκεκριμένο συμπεριφορικό σφάλμα συνδέεται με την έλλειψη αυτο-πειθαρχίας από την πλευρά των επενδυτών που το διαπράττουν.

Το σφάλμα αυτοέλεγχου εμποδίζει τους επενδυτές από την επίτευξη των υπό άλλες συνθήκες επιτεύξιμων μακρο-πρόθεσμων στόχων τους. Η ανθρώπινη ψυχολογία δείχνει προτίμηση σε μικρές πληρωμές – αποτελέσματα οι οποίες θα επιτευχθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα συγκριτικά με σημαντικά αποτελέσματα η επίτευξη των οποίων απαιτεί μεγάλα χρονικά διαστήματα για να πραγματοποιηθεί.

4. ΥΠΕΡ-ΥΠΟ ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ (Overreaction / Underreaction)

Στην κατηγορία των συναισθηματικών συμπεριφορών σφαλμάτων εντάσσεται και το σφάλμα της υπο-αντίδρασης (underreaction) των επενδυτών σε νέα όπως οι ανακοινώσεις κερδών και της υπερ-αντίδρασης (overreaction) σε μια σειρά από καλά ή κακά νέα.

Οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις παρελθούσες τάσεις διακυμάνσεων των τιμών των αξιογράφων ως ένδειξη για τις μελλοντικές τους διακυμάνσεις. Αυτές οι δικαιολογημένες διακυμάνσεις στις τιμές των αξιογράφων συνδέονται με ένα

μεγάλο αριθμό ψυχολογικών θεωριών και ταυτόχρονα παρέχουν ένα χρήσιμο πλαίσιο προκειμένου να κατανοήσουμε τις ανωμαλίες της Αγοράς. Συμπεριλαμβάνοντας υπο-αντιδράσεις στις διακυμάνσεις των κερδών και υπερ-αντιδράσεις στις μακροπρόθεσμες τάσεις των κερδών ένας επενδυτής έχει μόνο μια «θορυβώδη» ένδειξη της αξιοπιστίας των πληροφοριών που έχει στη διάθεση του αναφορικά με τα διάφορα αξιόγραφα στα οποία προτίθεται να επενδύσει.

Αυτή η «θορυβώδης» ένδειξη προκαλεί υπο-αντίδραση των τιμών των αξιογράφων σε αξιόπιστη πληροφόρηση και υπερ-αντίδραση σε μη αξιόπιστη πληροφόρηση.

Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως «**ελεγχόμενη εμπιστοσύνη**» γιατί και στις δύο περιπτώσεις η εμπιστοσύνη των επενδυτών ρυθμίζεται από την προγενέστερη προσδοκία που οι ίδιοι είχαν για αξιοπιστία.

Επιπρόσθετα έρευνες σε αγορές με αποτελεσματικότητα χαμηλής ισχύος μπορεί να δώσουν ως αποτέλεσμα υπερ-αντιδράσεις στις διακυμάνσεις των τιμών των αξιογράφων όταν την ίδια στιγμή έρευνες σε αγορές με αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος μπορεί να οδηγήσουν σε υπο-αντιδράσεις χρησιμοποιώντας τα ίδια δεδομένα. Τα παραπάνω αποτελέσματα μπορεί να βοηθήσουν τους εμπειρικούς επενδυτές να αναπτύξουν μια συγκεκριμένη εναλλακτική υπόθεση αναφορικά με την αποτελεσματικότητα της Αγοράς επιτρέποντάς τους να προβλέψουν εκ των προτέρων αν μια έρευνα η οποία πρόκειται να πραγματοποιηθεί θα αποκαλύψει υπό ή υπέρ-αντιδράσεις των επενδυτών στις διακυμάνσεις των τιμών των αξιογράφων.

Μια κοινή εξήγηση που προκύπτει χρησιμοποιώντας την υπόθεση του εμπειρικού μοντέλου είναι ότι οι επενδυτές δεν αντιδρούν πάντα κατάλληλα στη νέα πληροφόρηση. Για παράδειγμα σε μερικές περιπτώσεις οι επενδυτές μπορεί να **υπερ-αντιδρούν** στις διακυμάνσεις των τιμών των αξιογράφων πουλώντας μετοχές που έχουν υποστεί πρόσφατα απώλειες ή αγοράζοντας μετοχές που έχουν παρουσιάσει πρόσφατα κέρδη.

Τέτοιου είδους **υπερ-αντίδραση** πιέζει τις τιμές των μετοχών μακριά από τη «δίκαιη» ή λογική αγοραία τιμή τους και μόνο αν βρεθούν λογικοί επενδυτές

οι οποίοι θα πάρουν την αντίθετη θέση στα επενδυτικά συμβόλαια μπορούν να επαναφέρουν τις τιμές στην αρχική κατάσταση ισορροπίας.

Μια άλλη τακτική που θα μπορούσε να υιοθετηθεί είναι η ανάληψη αντίθετων επενδυτικών στρατηγικών στις οποίες οι «**χαμένοι**» αγοράζουν αξιόγραφα και οι «**νικητές**» πωλούν επιτυγχάνοντας εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις.

Μία από τις μορφές που αποδίδονται στη Συμπεριφορική Χρημ/κή είναι ότι άλλες φορές προβλέπει υπερ-αντίδραση στις διακυμάνσεις των τιμών των αξιογράφων και άλλες φορές υπο-αντίδραση.

Ωστόσο ο **Fama** διατύπωσε την άποψη ότι η υπό και η υπέρ αντίδραση αναιρούν η μία την άλλη (1998).

Αυτό το οποίο φαίνεται γενικά να ισχύει είναι ότι υπερ-αντίδραση παρουσιάζεται αναφορικά με επενδύσεις οι οποίες έχουν περιορισμένο χρονικό ορίζοντα (μικρότερο το ενός μήνα) καθώς και για επενδύσεις με χρονική διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους.

Αντίθετα υπο-αντίδραση εμφανίζεται για επενδύσεις που έχουν χρονικό ορίζοντα διάρκειας τριών έως δώδεκα μηνών.

Γενικά η Αγορά κυριαρχείται από ομάδες: τους επενδυτές εκείνους οι οποίοι παρακολουθούν και ενημερώνονται για τα νέα της αγοράς (**newswatchers**) και εκείνους οι οποίοι πραγματοποιούν μεμονωμένα και σπασμωδικά χρηματιστηριακές συναλλαγές (**momentum traders**).

Η δράση των δύο αυτών ομάδων προκαλεί υποαντίδραση στις διακυμάνσεις των τιμών των αξιογράφων για επενδύσεις που έχουν μικρή διάρκεια ζωής και αντίστοιχα υπεραντίδραση για επενδύσεις με μεγάλο χρονικό ορίζοντα.

Μια σχετική έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 1999 από τον **Veronesi** παρουσίασε ένα δυναμικό λογικών προσδοκιών μοντέλο ισορροπίας των τιμών των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων το οποίο μεταξύ των άλλων χαρακτηριστικών που διαθέτει είναι η διαπίστωση για υπέρ-αντίδραση των τιμών σε άσχημα νέα σε περιόδους οι οποίες είναι «καλές» για την αγορά και αντίστοιχα η υπο-αντίδρασή τους σε καλά νέα για περιόδους «κακές» για την αγορά.

ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΣΤΑ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ (Media Response)

Στην κατηγορία των συναισθηματικών συμπεριφορών σφαλμάτων συμπεριλαμβάνεται και η αντίδραση που προκαλούν τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης (**Media Response**) στους Επενδυτές αναφορικά με τις διάφορες πληροφορίες που τους παρέχουν.

Είναι σημαντικό να εξετάσουμε πως οι επενδυτές αντιδρούν στη νέα πληροφόρηση που έχουν κάθε φορά στη διάθεσή τους, ένα σημαντικό κομμάτι της οποίας παρέχεται μέσω των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης (έντυπης και ηλεκτρονικής δημοσιογραφίας). Πολλές φορές η πληροφόρηση που παρέχεται από τα ΜΜΕ στο επενδυτικό κοινό δεν είναι έγκυρη και ολοκληρωμένη και μπορεί να το οδηγήσει σε λανθασμένες επενδυτικές επιλογές με δυσμενείς επιπτώσεις στα υπό διαχείριση χαρτοφυλάκια.

Είναι χαρακτηριστικό το αποτέλεσμα έρευνας στην οποία ζητήθηκε από δύο ομάδες επενδυτών με πληροφόρηση και χωρίς πληροφόρηση να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις αναφορικά με μια συγκεκριμένη μετοχή.

Η ομάδα που δεν είχε καμιά πληροφόρηση παρουσίασε καλύτερα επενδυτικά αποτελέσματα συγκριτικά με την ομάδα που διέθετε πληροφόρηση.

Το συμπέρασμα που μπορεί κάποιος να εξάγει από τη συγκεκριμένη έρευνα είναι ότι η περισσότερη πληροφόρηση δεν δημιουργεί απαραίτητα καλύτερους επενδυτές και ταυτόχρονα δεν παρέχει καμιά προοπτική για μακροπρόθεσμη επενδυτική επιτυχία.

Επιπρόσθετα πρέπει να επισημάνουμε ότι οι επενδυτές πολλές φορές θεωρούν ότι οφείλουν να αντιδράσουν στην ανακοίνωση των νέων πληροφοριών ακόμη και αν αυτές δεν σχετίζονται απόλυτα με την επένδυσή τους.

Σε επίπεδο Αγοράς μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2007 και εξέτασε τις αλληλεπιδράσεις που παρατηρούνται μεταξύ του περιεχομένου των πληροφοριών που παρέχουν τα ΜΜΕ και της Χρηματιστηριακής Αγοράς κατάληξε στο συμπέρασμα ότι η έντονη απαισιοδοξία η οποία καλλιεργείται από τα ΜΜΕ πιέζει τις τιμές των μετοχών προς τα κάτω.

Αντίστοιχα όταν υπάρχει υψηλή ή χαμηλή αισιοδοξία αυτό έχει ως αποτέλεσμα την επίτευξη ενός υψηλού όγκου συναλλαγών.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι επενδυτές θα πρέπει να είναι εκπαιδευμένοι» ώστε να αξιολογούν τα επενδυτικά νέα που τους παρέχονται από τα ΜΜΕ καθώς και τα σχόλια που κυκλοφορούν στην αγορά.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ: Οι ευριστικοί κανόνες καθώς και τα συμπεριφορικά σφάλματα γνωστικά και συναισθηματικά τα οποία παρουσιάστηκαν στην παραπάνω ανάλυση δυσχεραίνουν την επενδυτική διαδικασία καθώς εμποδίζουν τους επενδυτές και τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων (**fund managers**) να χρησιμοποιήσουν τα παραδοσιακά επενδυτικά εργαλεία για να λάβουν τις όποιες αποφάσεις.

Έτσι οι επενδυτές επηρεασμένοι περισσότερο από ψυχολογικούς παράγοντες παρά από τις αρχές της Χρηματοοικονομικής Θεωρίας οδηγούνται στην πραγματοποίηση μη ορθολογικών επενδυτικών επιλογών.

Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική η επιστήμη η οποία ασχολείται με την ανάλυση τον εντοπισμό και την αντιμετώπιση των ευριστικών κανόνων και των συμπεριφορικών σφαλμάτων των επενδυτών συνδέοντας την παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία με την Επιστήμη της Ψυχολογίας, επιτρέπει στους επενδυτές να διαχειριστούν αποτελεσματικά τις ακραίες καταστάσεις της Αγοράς και ταυτόχρονα να λάβουν τις βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις επιτυγχάνοντας τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και η μελέτη των παραγόντων που συνδέονται μ' αυτή λειτουργεί συμπληρωματικά με την παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία χωρίς ωστόσο να υποκαθιστά τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία και φυσικά χωρίς να αμφισβητεί την αξία και τη χρησιμότητα της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Εισαγωγή

2.1 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και Επιχειρηματικοί Οργανισμοί

Είναι γνωστό ότι η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική βοηθά τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων να λαμβάνουν αποφάσεις οι οποίες μεγιστοποιούν την αξία των συγκεκριμένων οργανισμών.

Στην πράξη ωστόσο υπάρχουν «ψυχολογικές παγίδες» οι οποίες εμποδίζουν τα στελέχη των επιχειρήσεων να εφαρμόσουν αποτελεσματικά τις βασικές αρχές της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης και κατά συνέπεια να μεγιστοποιήσουν την αξία των επιχειρηματικών οργανισμών.

Υπάρχουν τρεις κυρίως κατηγορίες ψυχολογικών φαινομένων τα οποία διαταράσσουν την εύρυθμη λειτουργία μιας επιχείρησης: τα συμπεριφορικά σφάλματα (**Behavioral Biases**), οι ευριστικοί κανόνες (**Heuristics**) καθώς και το πλαίσιο διατύπωσης (**Framing Effects**).

Τα συμπεριφορικά σφάλματα (**behavioral biases**) συνδέονται με την έμφυτη τάση των ατόμων να διαπράττουν λάθη. Η τάση αυτή επεκτείνεται και στο χώρο των επιχειρήσεων συμβάλλοντας αποφασιστικά στην παραπλάνηση των στελεχών τους καθώς και στη λήψη αποφάσεων που οδηγούν αργά αλλά σταθερά στην καταστροφή τους.

Η υπερβολική αισιοδοξία (**excessive optimism bias**) καθώς και η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση (**overconfidence bias**) είναι δύο από τα συμπεριφορικά σφάλματα που διαπράττουν τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων και στα οποία γίνεται εκτενής αναφορά στο παρόν κεφάλαιο.

Η υπέρμετρη αισιοδοξία των στελεχών (**excessive optimism**) συνδέεται με ένα πλήθος συμπεριφορικών φαινομένων όπως ο εκλαμβανόμενος από τα επιτελικά στελέχη έλεγχος (**control**), η εξοικείωση και η αντιπροσωπευτικότητα (**familiarity and representativeness**), η επιθυμητότητα και οι ευσεβείς πόθοι (**desirability and wishful thinking**), η αγκυροβόληση και η προσαρμογή καθώς και η πλάνη της σύζευξης (**conjunction fallacy**) τα οποία περιγράφονται αναλυτικά παρακάτω.

Σε ότι αφορά τους ψυχολογικούς παράγοντες που καθορίζουν την υπέρμετρη αυτοπεποίθηση (*overconfidence*) των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων, αναλύονται οι δύο πιο σημαντικοί εξ' αυτών: ο εκλαμβανόμενος από τα στελέχη έλεγχος, ο ανεπαρκής προγραμματισμός (***inadequate planning***) καθώς και η ανεπαρκής διαχείριση κινδύνου (***risk management***).

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται αναφορά και στα δύο πιο σημαντικά χαρακτηριστικά που αποτελούν ενδείξεις για την ύπαρξη υπέρμετρης αισιοδοξίας και αυτοπεποίθησης: Η κάλυψη που παρέχεται στα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωση (***press coverage overconfidence indicator***) και η μη άσκηση των δικαιωμάτων επί των μετοχών της κάθε εταιρείας παρά μόνο όταν είναι πολύ κοντά στη λήξη τους τα συγκεκριμένα δικαιώματα.

Στη συνέχεια γίνεται μια ανάλυση του τρόπου με τον οποίο τα συμπεριφορικά σφάλματα της υπέρμετρης αισιοδοξίας (***excessive optimism***) καθώς και της υπερβολικής αυτοπεποίθησης (***overconfidence***) επηρεάζουν τη διαχείριση των μετρητών που έχει στη διάθεσή της κάθε επιχείρηση, διαδικασία η οποία είναι γνωστή και ως ευαισθησία της επένδυσης (***sensitivity of investment to cash flow***).

Το συμπεριφορικό σφάλμα της αυτοπεποίθησης (*overconfidence*) συνδέεται με δύο ακόμη συμπεριφορικά φαινόμενα: την υπόθεση της ύβρης (***hubris hypothesis***) η οποία αφορά το μεγάλο αριθμό συγχωνεύσεων και εξαγορών στις οποίες προβαίνουν τα υψηλόβαθμα στελέχη των επιχειρήσεων έχοντας τη βεβαιότητα ότι έτσι θα δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους καθώς και την κατάρα του νικητή (***winners curse***) η οποία αφορά την καταβολή από τα επιτελικά στελέχη ποσών μεγαλύτερων από την πραγματική αξία των υπό εξαγορά επιχειρήσεων με μοναδικό σκοπό την θετική έκβαση της πραγματοποιούμενης εξαγοράς.

Στη συνέχεια γίνεται εκτενής αναφορά σε δυο σημαντικές διαστάσεις της υπέρμετρης αισιοδοξίας των υψηλόβαθμων στελεχών των επιχειρήσεων: Της απόδοσης ευσήμων στον εαυτό τους (***self attribution error***) η οποία συνδέεται με τη τάση των στελεχών να αποδίδουν τα θετικά αποτελέσματα στις δικές τους αποφάσεις και προσπάθειες ενώ τα αρνητικά στην τύχη ή σε άλλα άτομα, και το

«καλύτερο από το μέσο όρο αποτέλεσμα» (**better than average effect**) η οποία συνδέεται με την πεποίθηση των στελεχών ότι διαθέτουν ικανότητες οι οποίες υπερβαίνουν το μέσο όρο των ικανοτήτων των υπόλοιπων ατόμων και η οποία οδηγεί σε καταβολή αποζημιώσεων μεγαλύτερων από την πραγματοποιούμενη απόδοση.

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται αναφορά και στο ζήτημα της αποζημίωσης των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων με μετοχές της εκάστοτε επιχείρησης και το οποίο συνδέεται με τρία κυρίως συμπεριφορικά φαινόμενα: Την υπερέτιμηση των δικαιωμάτων επί των μετόχων των εταιρειών, το φαινόμενο του casino (casino effect) τη διάπραξη παράνομων πράξεων οι οποίες απορρέουν από τα δικαιώματα επί μετοχών με τα οποία αποζημιώνονται τα στελέχη των επιχειρηματικών οργανισμών.

Σύντομη περιγραφή γίνεται και στα υπόλοιπα συμπεριφορικά σφάλματα τα οποία διαπράττονται από τα υψηλόβαθμα στελέχη των επιχειρήσεων: το σφάλμα της επιβεβαίωσης (**confirmation bias**), η ψευδαίσθηση του ελέγχου (illusion of control), το σφάλμα της προβολής (**projection bias**), το εξαγόμενο συμπεριφορικό σφάλμα (**extrapolation bias**), η πλάνη του παίχτη (**gambler's fallacy**), και το εκ' των υστέρων συμπεριφορικό σφάλμα (**hindsight bias**) είναι ορισμένα από αυτά.

Το δεύτερο ψυχολογικό φαινόμενο, οι ευριστικοί κανόνες (**Heuristics**) είναι ψυχολογικές απλουστεύσεις στις οποίες καταφεύγουν τα στελέχη των επιχειρήσεων προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις όποιες δυσκολίες αντιμετωπίζουν κατά τη λήψη αποφάσεων ή την υλοποίηση επιχειρηματικών έργων.

Η υιοθέτηση των ευριστικών κανόνων από τα υψηλόβαθμα στελέχη των επιχειρήσεων τα οδηγεί στη διάπραξη των αντίστοιχων συμπεριφορικών σφαλμάτων.

Η αντιπροσωπευτικότητα (**representativeness**) η διαθεσιμότητα (**availability**), η προσκόλληση - αγκυροβόληση (**anchoring**) ο ευριστικός κανόνας που βασίζεται στο συναίσθημα (**affect heuristic**) είναι ορισμένοι ευριστικοί κανόνες οι οποίοι παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω.

Τέλος η τρίτη κατηγορία ψυχολογικών φαινομένων αφορά το πλαίσιο διατύπωσης (**Framing**) και συνδέει τον τρόπο με τον οποίο διατυπώνεται ένα πρόβλημα με τη λύση που υιοθετείται για την επίλυση του.

Το πλαίσιο διατύπωσης (framing) αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο της θεωρίας της προοπτικής (**Prospect Theory**) η οποία διατυπώθηκε από τους Kahneman και Tversky και χρησιμοποιείται για να περιγράψει πως τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις υπό συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας.

Η θεωρία της Προοπτικής (**Prospect Theory**) περιγράφεται από δύο αξιολογούμενα συμπεριφορικά φαινόμενα: την αποστροφή της απώλειας (**loss aversion**) και την αποστροφή της σίγουρης απώλειας (**aversion to a sure loss**) στα οποία γίνεται συνοπτική αναφορά.

Αξιοσημείωτη είναι και η παρουσίαση των διενέξεων σε θέματα εκπροσώπησης (**Agency Conflicts**) οι οποίες συνδέονται με το γεγονός ότι τα συμφέροντα των επιτελικών στελεχών μιας επιχείρησης, του ιδιοκτήτη και των μετόχων της δεν ευθυγραμμίζονται πλήρως γεγονός το οποίο μπορεί να αποτελέσει εμπόδιο στη λήψη αποφάσεων από τα στελέχη οι οποίες θα οδηγήσουν στη μεγιστοποίηση της αξίας των συγκεκριμένων επιχειρηματικών οργανισμών.

Διαμάχες σε θέματα εκπροσώπησης (**agency conflicts**) υπάρχουν και σε περιπτώσεις αναλυτών οι οποίοι καλούνται να αξιολογήσουν μια επιχείρηση και συνεργάζονται έναντι οικονομικών κυρίως ανταλλαγμάτων με τα επιτελικά της στελέχη με σκοπό να παράξουν επιθυμητές από την επιχείρηση αναφορές.

Σημαντική είναι και η συνοπτική παρουσίαση της σύνδεσης που παρατηρείται ανάμεσα στις διενέξεις σε θέματα αντιπροσώπευσης (**Agency Conflicts**) και τη σύνδεση τους με το συμπεριφορικό σφάλμα της υπέρμετρης αισιοδοξίας (**excessive optimism**).

Τέλος ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στο ζήτημα των ομαδικών συμπεριφορικών σφαλμάτων, τους λόγους που οδηγούν στη διάπραξη τους και τους πιθανούς τρόπους που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξάλειψη ή έστω την εξομάλυνση τους.

2.2 Συμπεριφορικά Σφάλματα των Επιτελικών Στελεχών των επιχειρήσεων.

1) **Υπεραισιοδοξία (Excessive Optimism Bias)**: Τα στελέχη των επιχειρήσεων διακατέχονται συχνά από υπέρμετρη αισιοδοξία. Συνήθως υπερεκτιμούν τη συχνότητα με την οποία θα «βιώσουν»-έχουν επιθυμητά επενδυτικά – επιχειρηματικά αποτελέσματα και αντίστοιχα υποεκτιμούν το πόσο συχνά θα αντιμετωπίσουν μη επιθυμητά αποτελέσματα (επενδυτικά ή επιχειρηματικά αποτελέσματα). Συνέπεια της υπερβολικής αισιοδοξίας που διακατέχει έναν manager είναι συνήθως η καθυστέρηση στον περιορισμό του κόστους σε περιόδους επιχειρηματικής ύφεσης.

Τα στοιχεία που έχουμε στη διάθεση μας δείχνουν ότι τα άτομα που θεωρούν ότι οι οικονομικές συνθήκες θα βελτιωθούν είναι σε διπλάσιο βαθμό αισιόδοξα συγκριτικά με τα άτομα που θεωρούν ότι οι οικονομικές συνθήκες θα παραμείνουν ίδιες ή θ' αλλάξουν προς το χειρότερο. Η υπερβολική αισιοδοξία των Επιτελικών Στελεχών μιας επιχείρησης οδηγεί στην πραγματοποίηση χαμηλότερων κερδών.

2) **Υπεραυτοπεποίθηση (overconfidence bias)** : Τα Στελέχη (Managers) των επιχειρήσεων παρουσιάζουν υπέρ – αυτοπεποίθηση όταν πρόκειται να διαχειριστούν δύσκολες επιχειρηματικές αποστολές υπερεκτιμώντας τις ατομικές διοικητικές τους ικανότητες.

Η υπεραυτοπεποίθηση είναι ένα συμπεριφορικό σφάλμα το οποίο προκύπτει όταν τα στελέχη των επιχειρήσεων υπερεκτιμούν είτε τις ικανότητες τους είτε τα όρια της γνώσης που διαθέτουν.

Τα στελέχη τα οποία διακατέχονται από υπεραυτοπεποίθηση αναφορικά με τις ατομικές τους δεξιότητες ουσιαστικά θεωρούν ότι είναι καλύτερα από ότι στην πραγματικότητα ισχύει.

Επιπρόσθετα οι managers οι οποίοι έχουν υπεραυτοπεποίθηση για το επίπεδο των γνώσεων που διαθέτουν, πιστεύουν ότι γνωρίζουν περισσότερα πράγματα απ' ότι στην πραγματικότητα γνωρίζουν.

Η υπεραυτοπεποίθηση αναφορικά με το επίπεδο των γνώσεων τους δεν αποδεικνύει ότι τα συγκεκριμένα στελέχη χαρακτηρίζονται από άγνοια ή ότι δε διαθέτουν τις απαιτούμενες γνώσεις. Απλά σημαίνει ότι θεωρούν τους εαυτούς

τους καλύτερους και με μεγαλύτερη αντιληπτική ικανότητα από ότι στη πραγματικότητα συμβαίνει.

Ο όρος υπεραυτοπεποίθηση συγχέεται συχνά από κάποια άτομα με τον όρο αισιοδοξία. Οι δυο έννοιες παρουσιάζουν κάποιες κοινές συνιστώσες αλλά σε καμιά περίπτωση δεν είναι ταυτόσημες.

Ένας manager μπορεί να χαρακτηρίζεται από μειωμένη αισιοδοξία αλλά ταυτόχρονα να διαθέτει υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση ως προς τις γνώσεις και τις ατομικές του δεξιότητες.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση είναι ότι τα στελέχη που χαρακτηρίζονται από υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση είναι υπέρ του δέοντος πεπεισμένα ότι οι απόψεις που διατυπώνουν πάνω στα διάφορα θέματα είναι ορθές.

Γενικά η υπεραυτοπεποίθηση που χαρακτηρίζει τα στελέχη μιας επιχείρησης οδηγεί σε μείωση της αξίας της καθώς λόγω αυτού του συναισθήματος ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν κατά τη λήψη αποφάσεων υποεκτιμάται δημιουργώντας έτσι καταστροφικές συνέπειες για το μέλλον της.

2.2.1 Οι ψυχολογικές επιπτώσεις της υπερβάλλουσας αισιοδοξίας των στελεχών.

Η υπερβολική αισιοδοξία η οποία διακατέχει τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων αναφορικά με την αξιοποίηση του εταιρικού κεφαλαίου είναι ευρέως διαδεδομένη, ελλοχεύει πολλούς κινδύνους και συνδέεται με ένα πλήθος παραγόντων οι οποίοι περιγράφονται συνοπτικά παρακάτω:

1) Έλεγχος (control)

Ο εκλαμβάνομενος από τα επιτελικά στελέχη έλεγχος που αυτά θεωρούν ότι έχουν στην κατοχή τους επηρεάζει το βαθμό αισιοδοξίας που τα διακατέχει όπως επίσης και το βαθμό της υπεραυτοπεποίθησης τους.

Τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων αντλούν την αίσθηση του ελέγχου μέσω των αποφάσεων που λαμβάνουν αναφορικά με τις επιχειρήσεις που διοικούν.

Επιπρόσθετα η υπερβολική αισιοδοξία η οποία διακατέχει τους managers των επιχειρήσεων θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί μια παρενέργεια του ελέγχου που αυτοί θεωρούν ότι έχουν στην κατοχή τους.

2) Οικειότητα και Αντιπροσωπευτικότητα (Familiarity and Representativeness)

Τα Στελέχη των Επιχειρήσεων είναι επιρρεπή στην υπερβάλλουσα αισιοδοξία όταν υπάρχει εξοικείωση (**familiarity**) με μια συγκεκριμένη κατάσταση μέσα στην οποία οραματίζονται τον εαυτό τους ως αντιπροσωπευτικό δείγμα ενός επιτυχημένου ατόμου.

Η εξοικείωση ουσιαστικά αποτελεί μια μορφή σφάλματος διαθεσιμότητας (**availability bias**) όπου η διαθέσιμη πληροφόρηση (**available information**) είναι η πληροφόρηση με την οποία τα Επιτελικά Στελέχη των Επιχειρήσεων διαθέτουν μεγάλο βαθμό εξοικείωσης.

3) Επιθυμητότητα και ευσεβείς πόθοι (desirability and wishful thinking)

Τα στελέχη των επιχειρήσεων όταν πραγματοποιούν προβλέψεις επιλέγουν το πιο αισιόδοξο σενάριο αντί να επιλέξουν ένα σενάριο το οποίο θα κινείται μεταξύ απαισιοδοξίας και αισιοδοξίας καλύπτοντας όλα τα πιθανά επερχόμενα ενδεχόμενα.

Αυτός ο τρόπος σκέψης των στελεχών θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως «ευσεβής τους πόθος»: όσο μεγαλύτερη επιθυμία υπάρχει από την πλευρά τους για το εξαγόμενο αποτέλεσμα, τόσο περισσότερο αισιόδοξα είναι αναφορικά με την δυνατότητα υλοποίησης ενός σχεδίου που έχουν επιλέξει.

4) Αγκυροβόληση με Προσαρμογή – Η πλάνη της σύζευξης (Anchoring and Adjustment, the Conjunction Fallacy)

Τα θετικά αποτελέσματα στα έργα διαχείρισης κεφαλαίου υλοποιούνται όταν μια σειρά από επιτυχή γεγονότα συμβαίνουν από κοινού. Για το λόγο αυτό οι πιθανότητες επιτυχίας συχνά υλοποιούνται πολλαπλασιάζοντας μια σειρά από πιθανότητες. Όταν ζητείται να πολλαπλασιαστούν μια σειρά από αριθμούς μαζί συχνά τα άτομα πολλαπλασιάζουν τους πρώτους λίγους αριθμούς και έπειτα βγάζουν αμέσως συμπεράσματα.

Με τον τρόπο αυτό είναι ευάλωτοι σε αγκυροβόληση και προσαρμογή. Στην περίπτωση μιας σειράς πιθανοτήτων η προσκόλληση και η προσαρμογή οδηγεί σε υπερεκτίμηση της επιτυχούς υλοποίησής τους.

Αυτή η υπερεκτίμηση αποτελεί ένα παράδειγμα «από κοινού» πλάνης η οποία σχετίζεται με την πιθανότητα ένα γεγονός να προκύψει ως συνέπεια μια πληθώρας επιμέρους γεγονότων.

2.2.2 Παράγοντες που προσδιορίζουν ψυχολογικά την υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των επιτελικών στελεχών μιας επιχείρησης

Υπάρχουν δύο βασικοί παράγοντες που συμβάλλουν στην υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των στελεχών αναφορικά με αποφάσεις που συνδέονται με την διαχείριση του εταιρικού κεφαλαίου.

Ο πρώτος παράγοντας αφορά τον εκλαμβανόμενο από τα στελέχη έλεγχο. Τα ψυχολογικά δεδομένα αποδεικνύουν ότι ο αυξανόμενος εκλαμβανόμενος έλεγχος από τα στελέχη συνδέεται με την ανάληψη μικρότερου εκλαμβανόμενου ρίσκου απ' αυτά. Ο δεύτερος παράγοντας ο οποίος έχει σημαντική συνεισφορά στην υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των στελεχών είναι η ανεπαρκής διαχείριση του κινδύνου (**risk management**). Τα στελέχη των επιχειρήσεων έχουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση όταν καλούνται να συντάξουν τα ίδια μια λίστα από αναλαμβανόμενους κινδύνους συγκριτικά με μια λίστα που μπορεί να έχει συνταχθεί από άλλους γι' αυτά.

Η παραπάνω περιγραφή αποτελεί παράδειγμα ενός άλλου συμπεριφορικού σφάλματος αυτού της διαθεσιμότητας (**Availability Bias**).

Το γενικό συμπέρασμα το οποίο προκύπτει είναι ότι αποτυχία εμπλοκής σε επαρκή διαχείριση κινδύνου οδηγεί στην εκδήλωση υπερβάλλουσας αυτοπεποίθησης εκ' μέρους των στελεχών των επιχειρήσεων. Μια έρευνα αναφορικά με το σφάλμα της διαθεσιμότητας την οποία πραγματοποίησαν από κοινού το 2003 διαχειριστές κινδύνων και χρηματοοικονομικά στελέχη υπό την αιγίδα του ιδρύματος Έρευνας Χρηματοοικονομικών Στελεχών (Financial Executives Research Foundation), του οργανισμού ασφάλισης FM Global και της διεθνούς οργάνωσης Εταιρικών Θησαυροφυλακίων κατέληξε στο

συμπέρασμα ότι οι διαχειριστές και τα στελέχη δεν μοιράζονται την ίδια άποψη για τους κινδύνους που επηρεάζουν τα κέρδη των εταιρειών στις οποίες εργάζονται.

Οι διαχειριστές κινδύνων είναι περισσότερο εξοικειωμένοι με κινδύνους οι οποίοι μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο ασφάλισης όπως για παράδειγμα κίνδυνοι που συνδέονται με τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, σε αντίθεση με τα χρηματοοικονομικά στελέχη τα οποία είναι περισσότερο εξοικειωμένα με κινδύνους που συνδέονται με λανθασμένο management.

Το 2003 οι διαχειριστές κινδύνων θεωρούσαν ως τον κορυφαίο κίνδυνο για την επιχείρηση αυτόν που συνδεόταν με περιπτώσεις φωτιάς ή έκρηξης.

Αντίθετα τα χρηματοοικονομικά στελέχη θεωρούσαν ως το πιο σημαντικό κίνδυνο κάθε κίνδυνο που συνδεόταν με ακατάλληλη διαχείριση καθώς και με λανθασμένες πρακτικές που πιθανά υιοθετούσαν οι υπάλληλοι της επιχείρησης.

Συγκεκριμένα οι διαχειριστές κινδύνων στάθμιζαν τους κινδύνους που συνδέονται με τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης με ποσοστό 70% ενώ τους υπόλοιπους κινδύνους με 30%.

Σε αντίθεση τα χρηματοοικονομικά επιτελικά στελέχη τα οποία στάθμιζαν ισοδύναμα με ποσοστό 50% τόσο τους κινδύνους οι οποίοι συνδέονταν με την παρουσία της επιχείρησης όσο και τους υπόλοιπους κινδύνους.

2.2.3 Ενδεικτικοί παράγοντες αναγνώρισης της υπερβολικής αισιοδοξίας και της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης οι οποίες χαρακτηρίζουν τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων.

Υπάρχουν τουλάχιστον δύο ενδεικτικοί παράγοντες ότι ο διευθύνων σύμβουλος μιας επιχείρησης είναι υπέρμετρα αισιόδοξος και χαρακτηρίζεται από υπέρμετρη αυτοπεποίθηση: Ο πρώτος παράγοντας είναι η κάλυψη η οποία παρέχεται στο συγκεκριμένο στέλεχος από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης.

Όταν τα Μέσα χρησιμοποιούν για να περιγράψουν ένα επιτελικό διευθυντικό στέλεχος λέξεις όπως αισιόδοξος και με αυτοπεποίθηση υπάρχει ένας καλός λόγος για να υποψιαστούμε ότι το συγκεκριμένο στέλεχος είναι στη πραγματικότητα υπέρμετρα αισιόδοξο και διαθέτει υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση.

Η παραπάνω πρακτική κάλυψης που παρέχεται από τα Μ.Μ.Ε στα Επιτελικά Στελέχη των διαφόρων επιχειρήσεων είναι γνωστή ως κάλυψη από τον τύπο του δείκτη υπέρμετρης αυτοπεποίθησης (**press coverage overconfidence indicator**).

Ο δεύτερος παράγοντας είναι ότι τα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη των διαφόρων επιχειρήσεων δεν εξασκούν τα δικαιώματα που έχουν επί των μετοχών της εταιρείας παρά μόνο όταν είναι πολύ κοντά στη λήξη τους.

Σε αντίθεση με τους εξωτερικούς επενδυτές, τα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη των επιχειρήσεων είναι περισσότερο εκτεθειμένα στο μοναδικό κίνδυνο ο οποίος συνδέεται με τις ίδιες τις επιχειρήσεις και για το λόγο αυτό τα χαρτοφυλάκια τους τείνουν να είναι αδιαφοροποίητα.

Υπάρχουν δύο βασικοί λόγοι για τους οποίους τα χαρτοφυλάκια των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων στερούνται διαφοροποίησης. Ο πρώτος είναι ότι τα συμβόλαια αποζημίωσης που συνάπτουν οι διευθύνοντες σύμβουλοι περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό μετοχών της επιχείρησης και εξάσκησης δικαιωμάτων πάνω σ' αυτές αντί της αποζημίωσης τους σε μετρητά.

Προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τα κίνητρα – αποτελέσματα αυτών των παροχών τα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών απαγορεύουν στα ανώτατα εκτελεστικά τους στελέχη να κάνουν πλήρη αντιστάθμιση ενάντια στον κίνδυνο πουλώντας τις μετοχές της εταιρείας ανοιχτά (**short selling**).

Ο δεύτερος λόγος είναι ότι το φημισμένο κεφάλαιο του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρείας επενδύεται σ' αυτή και έτσι ένα κακό αποτέλεσμα θα επηρεάσει αρνητικά όχι μόνο το προσωπικό της χαρτοφυλάκιο αλλά θα μειώσει και τις ευκαιρίες που της παρέχονται από το εξωτερικό περιβάλλον για περαιτέρω ανάπτυξη.

Σε ότι αφορά την εξάσκηση δικαιωμάτων επί μετοχών, το χειρότερο αποτέλεσμα είναι να λήξουν χωρίς να ασκηθούν.

Η αποστροφή του κινδύνου και η κυριαρχία των κερδών οδηγεί τα άτομα τα οποία καθυστερούν να ασκήσουν τα δικαιώματα τους επί κάποιων μετοχών να προσδοκούν κάποιο επιπλέον κέρδος αποδεχόμενα τον κίνδυνο της καθυστέρησης. Για το λόγο αυτό η υπέρμετρη αισιοδοξία και η υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορούν να παγιδεύσουν την αποστροφή του κινδύνου και να

αναγκάσουν τα εν λόγω άτομα να καθυστερήσουν να ασκήσουν τα δικαιώματα αντί να αποδεχτούν ένα σίγουρο κέρδος.

Η χρονική διάρκεια για την εκτέλεση ενός τυπικού δικαιώματος είναι δέκα έτη και οι κάτοχοι τους αποκτούν δυνατότητα πώλησης ή μεταβίβασης τους μετά από τέσσερα έτη. Το ερώτημα που τίθεται είναι πόσο ένα ανώτατο εκτελεστικό στέλεχος πρέπει να καθυστερήσει να εξασκήσει τα δικαιώματα του εφόσον αυτά τα δικαιώματα αξίζει να εξασκηθούν.

Για να απαντήσουμε στο παραπάνω ερώτημα, ένα ανώτατο εκτελεστικό στέλεχος πρέπει να ανταλλάξει την εναλλακτική επιλογή του να κρατήσει τα δικαιώματα επί των μετοχών έναντι στο κόστος του να μην διαφοροποιείται.

Σε κανονικές συνθήκες το βέλτιστο πρόγραμμα εξάσκησης δικαιωμάτων αφορά εξάσκηση πριν από τον τελευταίο χρόνο.

Τα υπεραισιόδοξα και με υπέρμετρη αυτοπεποίθηση ανώτατα εκτελεστικά στελέχη των επιχειρήσεων τα οποία κρατούν τα δικαιώματα τους έως το τελευταίο έτος χαρακτηρίζονται ως μακροχρόνιοι κάτοχοι (**long holders**).

Όπως είναι γνωστό τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων τα οποία χαρακτηρίζονται από υπέρμετρη αισιοδοξία και αυτοπεποίθηση παρουσιάζουν υπερβολική ευαισθησία στο ζήτημα των χρηματοροών.

Το στοιχείο αυτό αποδεικνύει ότι επιχειρήσεις με long – holders ανώτατα εκτελεστικά στελέχη στηρίζονται περισσότερο σε δικά τους μετρητά για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις παρά σε χρηματοδότηση από άλλες επιχειρήσεις.

Η διαδικασία της μακροπρόθεσμης κατοχής δικαιωμάτων (**long holding**) αποτελεί έναν εξέχουσα σημασίας καθοριστικό παράγοντα της επενδυτικής δραστηριότητας μαζί με τις χρηματοροές, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου της κάθε εταιρείας καθώς και την αξιολόγηση των ευκαιριών ανάπτυξης.

Οι οπαδοί της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής λένε ότι τα άτομα μαθαίνουν αργά.

Οι υπέρμετρα αισιόδοξοι και με υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση Διευθύνοντες Σύμβουλοι των επιχειρήσεων διαπράττουν το λάθος να κρατούν

τα προς εξάσκηση δικαιώματα τους για μεγάλο χρονικό διάστημα και καταλήγουν να χάνουν χρήματα.

Το παραπάνω σφάλμα διαπράττεται από τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων περισσότερες από μια φορές και οδηγεί όπως προαναφέραμε σε απώλειες οικονομικού χαρακτήρα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι για εταιρείες οι οποίες χαρακτηρίζονται από ευαισθησία επένδυσης σε χρηματοροές η παραπάνω κατάσταση παραμένει σταθερή σε όλη τη διάρκεια της θητείας του ανώτατου εκτελεστικού στελέχους.

2.2.4 Ευαισθησία της επένδυσης στις χρηματοροές, υπερβολική αισιοδοξία, αυτοπεποίθηση και διαχείριση μετρητών.

Η τάση που υπάρχει για την υιοθέτηση επενδυτικής πολιτικής η οποία εξαρτάται από το πόσα μετρητά έχει μια επιχείρηση στη διάθεση της είναι γνωστή ως ευαισθησία της επένδυσης στις χρηματοροές (**Sensitivity of investment to cash flow**).

Τα δεδομένα αποδεικνύουν ισχυρά ότι όταν μια επιχείρηση διαθέτει περισσότερα μετρητά και έχει λιγότερα χρέη τότε επενδύει περισσότερο.

Έχουν επίσης παρατηρηθεί περιπτώσεις εταιριών «πλούσιων» σε μετρητά οι οποίες αναλαμβάνουν την υλοποίηση επιχειρηματικών έργων με αρνητική παρούσα αξία.

Αντίθετα υπάρχουν εταιρείες «μη πλούσιες» σε μετρητά οι οποίες δεν μπορούν να αξιοποιήσουν επιχειρηματικά έργα με θετική παρούσα αξία.

Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων τα οποία χαρακτηρίζονται από υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση και ταυτόχρονα είναι υπερβολικά αισιόδοξα έχουν τη τάση να εμφανίζουν ευαισθησία χρηματοροών (**cash flow sensitivity**).

Οι εταιρείες που είναι «πλούσιες» σε μετρητά αναλαμβάνουν την υλοποίηση επιχειρηματικών έργων με αρνητική παρούσα αξία (N.P.V) καθώς η υπερβολική αισιοδοξία και η αυτοπεποίθηση που χαρακτηρίζει τα στελέχη τους τα οδηγεί στο να υπερεκτιμούν τις μελλοντικές χρηματοροές και να υποεκτιμούν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο στα επιχειρηματικά σχέδια που αναλαμβάνουν να υλοποιήσουν.

Με άλλα λόγια τα επιτελικά στελέχη των εν λόγω επιχειρήσεων υπερεκτιμούν την καθαρή παρούσα αξία των προς υλοποίηση επιχειρηματικών έργων.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμη και στην περίπτωση που η αξία μιας επιχείρησης έχει προσδιορισθεί ορθά, τα συμπεριφορικά σφάλματα της υπερβολικής αισιοδοξίας και της υπερβάλλουσας αυτοπεποίθησης τα οποία διαπράττονται από τα στελέχη της τα ωθούν να θεωρήσουν την επιχείρηση που αντιπροσωπεύουν υποτιμημένη.

Οι επιχειρήσεις εξάλλου που διαθέτουν πολλά μετρητά δεν έχουν την ανάγκη για επιπλέον χρηματοδότηση.

Ως αποτέλεσμα αξιοποιούν τα μετρητά που διαθέτουν προκειμένου να χρηματοδοτήσουν επιχειρηματικά έργα τα οποία θεωρούν ότι διαθέτουν θετική ή μηδενική καθαρή παρούσα αξία τα οποία όμως στην πραγματικότητα διαθέτουν αρνητική παρούσα αξία.

Από την άλλη πλευρά η υπερβολική αισιοδοξία και η υπεραυτοπεποίθηση των επιτελικών στελεχών εταιρειών μη πλούσιων σε μετρητά τα οδηγεί στο να υπερεκτιμούν την καθαρή παρούσα αξία του εκάστοτε επιχειρηματικού έργου που αναλαμβάνουν με αποτέλεσμα να οδηγούνται κάθε φορά στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που αντιπροσωπεύουν είναι υποτιμημένες στην αγορά.

Ωστόσο τα επιτελικά στελέχη των παραπάνω εταιρειών καλούνται να αντιμετωπίσουν ένα δίλλημα: Στον υπολογισμό της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (**Adjusted Present Value**) υπερτιμούν τόσο την καθαρή παρούσα αξία του προς υλοποίηση επιχειρηματικού έργου όσο και τα συνδεδεμένα μη επιθυμητά οικονομικά αποτελέσματα (φόροι, κόστος εισαγωγής το οποίο συνδέεται με την έκδοση νέων μετοχών).

Συγκεκριμένα η απροθυμία τους να αποφύγουν τη διύλιση (**dilution**) μετοχών (έκδοση και πώληση νέων κοινών μετοχών η οποία μειώνει το κέρδος της εταιρείας ανά μετοχή χωρίς βέβαια να μειώνεται το συνολικό κέρδος της εταιρείας) μπορεί να κυριαρχήσει στην επιθυμία τους να χρηματοδοτήσουν ένα θετικής παρούσας αξίας επιχειρηματικό έργο.

Το αποτέλεσμα το οποίο προκύπτει είναι ότι η υπερβολική αισιοδοξία καθώς και η υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των συγκεκριμένων επιτελικών

στελεχών τα οδηγεί σε λανθασμένη εκτίμηση της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας και στην κατ' επέκταση αξιολόγησή της ως αρνητική ενώ στην πραγματικότητα είναι θετική.

Ως αποτέλεσμα οι παραπάνω επιχειρήσεις απορρίπτουν επιχειρηματικά έργα τα οποία έχουν θετική παρούσα αξία λόγω του ότι είναι «φτωχές» σε μετρητά και έχουν περιορισμένη δυνατότητα για την σύναψη οφειλών.

2.2.5 Μία επιπλέον διάσταση της υπεραυτοπεποίθησης των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων: Η Υπόθεση της Ύβρης (Hubris Hypothesis) και η Κατάρτα του Νικητή (winners curse).

Η υπόθεση της ύβρης αναφέρει ότι τα διευθυντικά στελέχη των διαφόρων επιχειρήσεων ξεκινούν εξαγορές και συγχωνεύσεις καθώς διαθέτουν μια υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους, η οποία τους δίνει την πεποίθηση ότι θα δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους της επιχείρησης.

Μέσα από την υιοθέτηση της συγκεκριμένης συμπεριφοράς τα επιτελικά στελέχη διαπράττουν το συμπεριφορικό σφάλμα της ψευδαίσθησης του ελέγχου καθώς έχουν την εντύπωση ότι είναι καλύτερα από το μέσο όρο των στελεχών, γεγονός το οποίο τα οδηγεί στο να διαπραγματεύονται μη αποτελεσματικά επιχειρώντας πολλαπλές εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Είναι κοινά παραδεκτό ότι τα διευθυντικά στελέχη που παρουσιάζουν υπεραυτοπεποίθηση δεν πετυχαίνουν υψηλότερες αποδόσεις για τις μετοχές της εταιρείας τους συγκριτικά με ορθολογικά στελέχη, αντιθέτως, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα παρουσιάζουν πολύ χαμηλότερες αποδόσεις.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων τα οποία χαρακτηρίζονται από υπέρμετρη αισιοδοξία και υπερβολική αυτοπεποίθηση προβαίνουν σε εξαγορές ακόμη και όταν η αντίδραση των χρηματαγορών είναι αρνητική. Είναι επίσης γνωστό ότι τα συγκεκριμένα στελέχη επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν τις πραγματοποιούμενες εξαγορές όχι με ποσά που προέρχονται από τις αγορές κεφαλαίου αλλά αναλαμβάνοντας την έκδοση επικίνδυνου χρέους για την επιχείρηση την οποία διοικούν.

Αυτό το αισιοδοξία – υπεραυτοπεποίθηση αποτέλεσμα είναι περισσότερο επιθυμητό από εταιρείες που έχουν πληθώρα εσωτερικών πηγών για να

χρηματοδοτήσουν εξαγορές οι οποίες οδηγούν τελικά σε καταστροφή αξίας για τις επιχειρήσεις που τις πραγματοποιούν.

Τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων οι οποίες διενεργούν εξαγορές υπερεκτιμούν τα έσοδα των πραγματοποιούμενων συνεργιών εξαιτίας μιας πληθώρας παραγόντων όπως η υποεκτίμηση των ποσοστών αποτυχίας των πελατών, οι εσφαλμένες υποθέσεις για την ανάπτυξη της αγοράς και την πραγματική εικόνα του ανταγωνισμού καθώς και η υπέρμετρη αισιοδοξία για προοπτικές να εμπλακούν σε ευκαιρίες για πώληση νέων ή συμπληρωματικών προϊόντων σε πελάτες που έχουν ήδη (**cross selling**).

Μερικά επιτελικά στελέχη στηρίζουν τις όποιες αποφάσεις τους για εξαγορές στη διαίσθησή τους και επιχειρούν να υλοποιήσουν τις συγκεκριμένες συμφωνίες με οποιοδήποτε κόστος. Τα εν λόγω στελέχη είτε αποτυγχάνουν να πραγματοποιήσουν επίσημες αξιολογήσεις είτε τροποποιούν τα αριθμητικά δεδομένα προκειμένου να υποστηρίξουν την όποια απόφαση επιθυμούν να υλοποιήσουν.

Η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση που χαρακτηρίζει τα στελέχη των επιχειρήσεων κατά την πραγματοποίηση εξαγορών και έχει ως βάση την υπόθεση της ύβρης, για την οποία μιλήσαμε αναλυτικά παραπάνω, τα οδηγεί κατά τη διενέργεια ανταγωνιστικών δημοπρασιών στην επιθυμία να πληρώσουν επιπλέον χρήματα σε σχέση με την πραγματική αξία του αντικειμένου της δημοπρασίας, δηλαδή της υπό εξαγορά επιχείρησης με μοναδικό σκοπό να βγουν νικητές από τη συγκεκριμένη διαδικασία. Το συγκεκριμένο φαινόμενο είναι γνωστό ως «η κατάρα του νικητή» (**winner's curse**).

Τα στελέχη που πραγματοποιούν εξαγορές και εμπιστεύονται τις τιμές της αγοράς είναι ευάλωτα στην «κατάρα του νικητή» σε χρονικές περιόδους κατά τις οποίες οι επενδυτές δείχνουν ένα παράλογο ενθουσιασμό για τις εταιρείες οι οποίες αποτελούν στόχο εξαγοράς.

Από την άλλη πλευρά οι εταιρείες – στόχοι δείχνουν εμπιστοσύνη στις τιμές της αγοράς και αποδέχονται να πληρωθούν από τις εταιρείες που τις εξαγοράζουν με μετοχές τους αντί με μετρητά. Με τον τρόπο αυτό οι εταιρείες – στόχοι υφίστανται τις τύψεις του πωλητή, κάτι το οποίο αποτελεί την άλλη πλευρά του φαινομένου της «κατάρας του νικητή».

2.2.6 Συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία προκύπτουν από το συμπεριφορικό σφάλμα της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης (**overconfidence**) των Επιτελικών Στελεχών των Επιχειρήσεων.

Η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων τα οδηγεί σε υποτίμηση τόσο της εκτίμησης του βαθμού των διενέξεων σε θέματα εκπροσώπησης (**agency conflicts**) όσο και των συμπεριφορικών σφαλμάτων (**behavioral biases**) που αυτά διαπράττουν στη διάρκεια της θητείας τους.

Τα στελέχη των επιχειρήσεων μέσα από τη διάπραξη του σφάλματος της υπεραυτοπεποίθησης θεωρούν ότι διαχειρίζονται περισσότερο αποτελεσματικά τις διαμάχες σε θέματα εκπροσώπησης και κατ' επέκταση εγκρίνουν πολιτικές αποζημιώσεις οι οποίες είναι ανεπαρκείς σε ότι αφορά την καλή απόδοση των εργαζομένων ενώ ταυτόχρονα εξασφαλίζουν υπερβολικά μεγάλες αμοιβές για τις δικές τους στελεχειακές επιδόσεις.

Μία σημαντική διάσταση της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων είναι η απόδοση ευσήμων στον εαυτό τους γνωστή και ως **self attribution error**.

Η διάσταση αυτή της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης αφορά την τάση που έχουν τα άτομα να αποδίδουν τα θετικά αποτελέσματα στη δική τους δραστηριότητα και ταυτόχρονα να κατηγορούν την κακή τύχη ή άλλα άτομα για τα όποια αρνητικά εξαγόμενα.

Τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων είναι επιρρεπή στη διάπραξη του παραπάνω συμπεριφορικού σφάλματος. Ο συνδυασμός του εν λόγω σφάλματος με την τάση που έχουν τα κορυφαία στελέχη των επιχειρήσεων να διασφαλίζουν τα ατομικά τους συμφέροντα, τα οδηγεί στο να αντιστέκονται στο να ανταμείβουν χαμηλά την φτωχή απόδοση ενώ ταυτόχρονα να αποδίδουν υψηλές ανταμοιβές για καλή απόδοση η οποία οφείλεται κυρίως σε εξωτερικούς παράγοντες παρά στις δικές τους ατομικές προσπάθειες.

Μία δεύτερη σημαντική διάσταση της υπέρμετρης αυτοπεποίθησης των στελεχών είναι το «καλύτερο από το μέσο όρο αποτέλεσμα» γνωστό ως **better – than – average effect**.

Η παραπάνω διάσταση της υπεραυτοπεποίθησης συνδέεται με το γεγονός ότι πολλά άτομα βλέπουν τις ικανότητές τους πάνω παρά κάτω από το μέσο όρο των ικανοτήτων του συνόλου των ατόμων.

Η διάσταση αυτή της υπερβάλλουσας αυτοπεποίθησης συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την τάση των επιτελικών στελεχών για πληρωμή αποζημιώσεων μεγαλύτερων από την πραγματοποιούμενη απόδοση.

2.3.1 Σφάλμα επιβεβαίωσης (Confirmation Bias): Τα στελέχη των επιχειρήσεων συνηθίζουν να παραβλέπουν πληροφορίες οι οποίες δεν επιβεβαιώνουν τις προσωπικές τους απόψεις δείχνοντας ταυτόχρονα προτίμηση σε πληροφορίες που τις επιβεβαιώνουν. Η παραπάνω ανάλυση αποτελεί περιγραφή της διάπραξης του συμπεριφορικού σφάλματος της επιβεβαίωσης (**Confirmation Bias**) η οποία οδηγεί τα επιτελικά στελέχη στο να δαπανούν αρκετό από τον πολύτιμο χρόνο τους για να επιχειρηματολογήσουν υπέρ της ορθότητας των απόψεων τους ενώ αντίθετα να διαθέτουν πολύ περιορισμένο χρόνο για να αναζητήσουν λόγους οι οποίοι θα τους οδηγήσουν στο αντίθετο συμπέρασμα.

Ένα βασικό εξαγόμενο το οποίο προκύπτει από τη διάπραξη του σφάλματος της επιβεβαίωσης είναι ότι τα στελέχη αγνοούν σημαντική πληροφόρηση η οποία αντικατοπτρίζει την τρέχουσα επιχειρηματική πραγματικότητα στην προσπάθεια τους να στηρίξουν και να επιβεβαιώσουν τις προσωπικές τους απόψεις.

Επιπρόσθετα μέσα από τη διάπραξη του συγκεκριμένου σφάλματος προκαλείται μείωση των κερδών της επιχείρησης λόγω της καθυστέρησης προσαρμογής της στο διαρκώς εξελισσόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον.

2.3.2 Ψευδαίσθηση του ελέγχου (Illusion of control): Το σφάλμα της ψευδαίσθησης του ελέγχου διαπράττεται όταν τα στελέχη των επιχειρήσεων

υπερεκτιμούν το βαθμό στον οποίο μπορούν να ελέγξουν τα διάφορα γεγονότα που λαμβάνουν χώρα κατά τη διάρκεια της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Οι αποφάσεις που λαμβάνουν οι managers είναι τυπικά το αποτέλεσμα του συνδυασμού της τύχης και των ικανοτήτων που διαθέτουν. Στην περίπτωση εκδήλωσης του σφάλματος του ελέγχου τα επιτελικά στελέχη έχουν μια υπερβολική αντίληψη για το ποσό μπορούν να ελέγξουν την επιρροή που μπορούν να ασκήσουν πάνω στα πραγματοποιούμενα αποτελέσματα.

Το αποτέλεσμα που προκύπτει από τη διάπραξη του συγκεκριμένου συμπεριφορικού σφάλματος είναι η πρόκληση υψηλότερου κόστους από αυτό που στην πραγματικότητα απαιτείται προκειμένου να λειτουργήσει εύρυθμα μια επιχείρηση.

Έρευνες στο πεδίο ψυχολογικών επιστημών έδειξαν ότι μια αύξηση στο βαθμό του ελέγχου που θεωρούν ότι διαθέτουν τα επιτελικά στελέχη πάνω στα διάφορα επιχειρηματικά γεγονότα οδηγεί σε αύξηση της υπερβολικής αισιοδοξίας με την οποία αντιμετωπίζουν τα συγκεκριμένα γεγονότα.

2.3.3 Σφάλμα Προβολής (projection Bias) : Όταν ένα άτομο αποδίδει τα σφάλματα που διαπράττει το ίδιο σε άλλα άτομα από τον περίγυρο του, τότε πραγματοποιεί σύμφωνα με τους ψυχολόγους το σφάλμα της προβολής.

Η παραπάνω συμπεριφορά αποτελεί έναν μηχανισμό άμυνας σύμφωνα με τον οποίο τα άτομα αρνούνται να αναγνωρίσουν τα σφάλματα τους και τα αποδίδουν – προβάλουν σε άλλα άτομα.

Αυτού του είδους η συμπεριφορά είναι πολύ συνηθισμένη μεταξύ των επιτελικών στελεχών Αμερικάνικων επιχειρήσεων οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση του Scott Mc Nealy C.E.O της εταιρείας Sun ο οποίος προσπάθησε να χρεώσει την αποτυχημένη εξαγορά της **Cobalt Networks inc** στους του συνεργάτες μη αναλογιζόμενος ταυτόχρονα το δικό του μερίδιο ευθύνης και τη βαρύτητα της θέσεως που κατείχε στην εταιρεία.

Εξαγόμενο Συμπεριφορικό Σφάλμα (extrapolation bias)

2.3.4 Η πλάνη «των ζεστών χεριών» (Hot – Hand fallacy): Τα περισσότερα άτομα στηρίζουν τις αξιολογήσεις τους αναφορικά με τον **κίνδυνο** και την **απόδοση** ενός επιχειρηματικού έργου σε πληροφόρηση η οποία είναι εύκολα διαθέσιμη και στηρίζεται σε πρόσφατα γεγονότα. Οι ψυχολόγοι αποκαλούν αυτό το είδος πληροφόρησης μοναδική πληροφόρηση (**Singular Information**).

Η μορφή αυτή πληροφόρησης συνδέεται ευθέως με μια συγκεκριμένη κατάσταση ή ένα συγκεκριμένο αντικείμενο.

Επιπρόσθετα οι ψυχολόγοι υποστηρίζουν ότι τα άτομα τα οποία δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε γεγονότα τα οποία έχουν συμβεί πρόσφατα είναι επιρρεπή να εξάγουν πρόσφατες τάσεις όταν πραγματοποιούν προβλέψεις. Για το λόγο αυτό σε μια αγορά στην οποία υπάρχει θετική τάση σε ότι αφορά το χρηματιστήριο (**bull market**) τα συγκεκριμένα άτομα θα αναμένουν υψηλές αποδόσεις από τις υπό διαπραγμάτευση μετοχές.

Στην αντίθετη περίπτωση δηλαδή σε μια αγορά η οποία χαρακτηρίζεται από αρνητική τάση για το χρηματιστήριο (**bear market**) θα αναμένουν χαμηλές αποδόσεις από τις μετοχές. Εφόσον το παραπάνω συμπέρασμα αξιολογηθεί ως αδικαιολόγητο το συμπεριφορικό σφάλμα το οποίο προκύπτει είναι γνωστό ως εξαγόμενο σφάλμα (**extrapolation bias**).

Ένας άλλος όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει το παραπάνω συμπεριφορικό σφάλμα είναι η **πλάνη των «ζεστών χεριών»** που προέρχεται από την ορολογία του παιχνιδιού του μπάσκετ.

Μερικά άτομα τα οποία στηρίζονται στον ευριστικό κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας αναγνωρίζουν το περιβάλλον στο οποίο έχουν πραγματοποιηθεί πρόσφατα αντιπροσωπευτικά γεγονότα σαν αντιπροσωπευτικό περιβάλλον.

Σε μια αγορά με θετική χρηματιστηριακή τάση (**bull market**) τα άτομα πιστεύουν ότι το περιβάλλον είναι αυτό στο οποίο οι τιμές των μετοχών φυσιολογικά κινούνται προς τα πάνω. Στην αντίθετη περίπτωση δηλαδή σε μια αγορά η οποία χαρακτηρίζεται από αρνητική χρηματιστηριακή τάση (**bear**

market) πιστεύουν ότι το περιβάλλον είναι αυτό στο οποίο οι τιμές των μετοχών κινούνται φυσιολογικά προς τα κάτω.

Τα άτομα τα οποία είναι επιρρεπή στη διάπραξη του εξαγόμενου συμπεριφορικού σφάλματος θα καταλήξουν σε προβλέψεις οι οποίες θα είναι αποτέλεσμα πλάνης, δείχνοντας υπερβάλλουσα αισιοδοξία σε αγορές που χαρακτηρίζονται από θετική χρηματιστηριακή τάση (**buff markets**) και υπερβάλλουσα αισιοδοξία σε αγορές οι οποίες χαρακτηρίζονται από αρνητική χρηματιστηριακή τάση (**bear markets**).

Έρευνες από το Διεθνές Συμβούλιο χρηματοοικονομικών Στελεχών έδειξαν ότι τα χρηματοοικονομικά στελέχη υποκύπτουν στη διάπραξη του παραπάνω συμπεριφορικού σφάλματος όταν εκτιμούν το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς (**market risk premium**).

Όσο υψηλότερη είναι η απόδοση της αγοράς η οποία σημειώθηκε το προηγούμενο 4μηνο τόσο υψηλότερες είναι οι προβλέψεις τους για το ισοδύναμο ασφάλιστρο για το επόμενο χρονικό διάστημα.

Επιπρόσθετα η υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση οδηγεί τα επιτελικά χρηματοοικονομικά στελέχη σε υποεκτίμηση του κινδύνου της Αγοράς.

Η αντιπροσωπευτικότητα επίσης επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο τα Χρηματοοικονομικά Στελέχη διαμορφώνουν τις προβλέψεις τους αναφορικά με την μελλοντική διακυμαντότητα. Όσο υψηλότερη ήταν η απόδοση της Αγοράς κατά το προηγούμενο τετράμηνο τόσο χαμηλότερες είναι οι προβλέψεις για τη διακυμαντότητα της Αγοράς στη διάρκεια του υπόλοιπου έτους.

2.3.5 Η πλάνη του παίχτη (Gambler's fallacy)

Αφορά την τάση των επενδυτών καθώς και των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων να υπερσταθμίζουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος εξαιτίας του ότι το γεγονός αυτό δεν έχει εμφανιστεί πρόσφατα σε συχνότητα τέτοια που να δικαιολογεί την πιθανότητα υλοποίησης του.

Το συγκεκριμένο φαινόμενο πήρε την ονομασία του από την τάση των παιχτών της ρουλέτας να πιστεύουν ότι κάποιοι συγκεκριμένοι αριθμοί όπως για παράδειγμα το 9 ή το 13 αποκλείεται να ξαναεμφανιστούν σύντομα καθώς είχαν κάνει πρόσφατα την εμφάνιση τους.

Τα στελέχη των χρηματοοικονομικών τμημάτων των επιχειρήσεων, όπως και οι αναλυτές αξιόγραφων, καθοδηγούνται σε μεγάλο βαθμό από την «πλάνη του παίκτη» στην εσωτερική συναλλακτική τους δραστηριότητα.

Επιπρόσθετα έχουν την τάση να πωλούν μετοχές των επιχειρήσεων στις οποίες εργάζονται όταν αυτές έχουν παρουσιάσει υψηλή θετική απόδοση κατά το προηγούμενο έτος.

Στην αντίθετη περίπτωση τα επιτελικά στελέχη κρατούν ή ακόμα και αγοράζουν μετοχές των εταιρειών στις οποίες εργάζονται όταν αυτές έχουν παρουσιάσει χαμηλή απόδοση κατά το προηγούμενο έτος.

Τυπικά οι μετοχές ανάπτυξης (**growth stocks**) παρουσιάζουν υψηλή θετική απόδοση κατά το προηγούμενο έτος ενώ οι μετοχές αξίας (**value stocks**) παρουσιάζουν αρνητική απόδοση κατά το προηγούμενο έτος.

Για το λόγο αυτό τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων έχουν εμπλοκή σε εσωτερική πώληση όταν οι μετοχές των εταιρειών τους είναι μετοχές ανάπτυξης (**growth stocks**) ενώ αντίθετα κρατούν (**holding**) ή αγοράζουν εσωτερικά μετοχές όταν οι συγκεκριμένες είναι μετοχές αξίας (**value stocks**).

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι συναλλακτικές επιλογές των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων δεν είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικές. Παρόλο που τα στελέχη πωλούν σε εσωτερικές συναλλαγές τις growth μετοχές και αγοράζουν τις value μετοχές των εταιρειών στις οποίες προσφέρουν τις υπηρεσίες τους, αυτές οι συναλλαγές αποτυγχάνουν να εξασφαλίσουν οικονομικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για τους συγκεκριμένους διαχειριστές.

Αυτό συμβαίνει γιατί οι προβλέψεις για αντιστροφές που υπονοούνται στις εσωτερικές συναλλαγές των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων είναι αδικαιολόγητες σύμφωνα με την «πλάνη του παίκτη» (**gambler's fallacy**) που αναπτύξαμε παραπάνω.

2.3.6 «Εκ' των υστέρων» συμπεριφορικό σφάλμα (**hindsight bias**)

Ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα το οποίο διαπράττεται από τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων είναι το «εκ' των υστέρων» συμπεριφορικό σφάλμα το οποίο τείνει να εμφανίζεται σε καταστάσεις στις οποίες τα άτομα

υπερβάλλουν ως προς την προβλεψιμότητα ενός γεγονότος όταν το γεγονός έχει ήδη συμβεί.

Μερικοί ψυχολόγοι αναφέρονται στο συγκεκριμένο συμπεριφορικό σφάλμα ως το «ήξερα ότι θα συμβεί» αποτέλεσμα.

Ωστόσο ενώ το γεγονός δεν ήταν ούτε προφανές ούτε σίγουρο εκ' των προτέρων, πολλά γεγονότα θεωρούνται προφανή εκ' των υστέρων.

Οι ψυχολόγοι αποδίδουν το συγκεκριμένο συμπεριφορικό σφάλμα στην έμφυτη ανάγκη του ατόμου να ερμηνεύσει τον κόσμο επινοώντας εξηγήσεις που θα του επιτρέψουν να πιστέψει ότι διάφορα γεγονότα είναι προβλέψιμα.

Η ανακάλυψη λανθασμένων συνδέσεων ανάμεσα στην αιτία και το αποτέλεσμα ενός γεγονότος μπορεί εύκολα να οδηγήσει σε λανθασμένες υπεραπλουστεύσεις και κατ' επέκταση σε εσφαλμένες επιχειρηματικές ή μη αποφάσεις.

2.4 Συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία συνδέονται με την αποζημίωση των στελεχών των επιχειρήσεων με μετοχές της επιχείρησης.

Υπάρχουν τρία συμπεριφορικά φαινόμενα που αφορούν στελέχη τα οποία διακατέχονται από υπεραισιοδοξία και υπέρμετρη αυτοπεποίθηση:

1) Υπερτίμηση των δικαιωμάτων επί των μετοχών της εταιρείας.

Τα στελέχη και γενικότερα οι εργαζόμενοι των επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται από υπερβάλλουσα αισιοδοξία και αυτοπεποίθηση έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις επιχειρήσεις για τις οποίες εργάζονται και κατ' επέκταση τα δικαιώματα επί των μετοχών που εκδίδονται από αυτές.

Οι επιχειρήσεις συνηθίζουν να πληρώνουν τους εργαζομένους τους σε μετοχές όταν αυτοί διαθέτουν παράλογο ενθουσιασμό αναφορικά με τις προοπτικές ανάπτυξης των συγκεκριμένων επιχειρήσεων.

Οι εργαζόμενοι που διαθέτουν τα παραπάνω χαρακτηριστικά είναι επιρρεπείς στο να αγοράζουν μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζονται σε

τιμές της αγοράς και να τις εντάσσουν στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια ύστερα από μια περίοδο καλών επιδόσεων για τις συγκεκριμένες μετοχές.

Ωστόσο, όταν τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων θεωρούν ότι οι μετοχές των εταιρειών τους είναι υπερτιμημένες συνηθίζουν να χορηγούν περισσότερα δικαιώματα επί αυτών των μετοχών στα χαμηλότερα στελέχη της ιεραρχίας.

2) Το φαινόμενο του casino (casino effect)

Οι εργαζόμενοι δείχνουν μεγαλύτερη προτίμηση σε επενδυτικές επιλογές οι οποίες χαρακτηρίζονται από μικρές πιθανότητες υλοποίησης, ωστόσο αποδίδουν μεγαλύτερα κέρδη εφόσον πραγματοποιηθούν. Το παραπάνω φαινόμενο είναι γνωστό ως το φαινόμενο του casino (**casino effect**).

Στη θεωρία της προοπτικής (**Prospect Theory**) που διατύπωσαν οι Daniel Kahneman και Amos Tversky αναφέρεται ότι τα άτομα έχουν την τάση να υπερσταθμίζουν μικρές πιθανότητες οι οποίες συνδέονται με ακραία γεγονότα και αντίστοιχα να υποσταθμίζουν μεγάλες πιθανότητες οι οποίες συνδέονται με σταθμισμένα γεγονότα.

Σύμφωνα με τη θεωρία της Προοπτικής τα άτομα συχνά ενεργούν σαν να αποστρέφονται τον κίνδυνο (**risk averse**) όταν αντιμετωπίζουν την πιθανότητα να έχουν μόνο κέρδη ενώ αντίθετα αναζητούν τον κίνδυνο όταν υπάρχουν προοπτικές μόνο για απώλειες.

Οι Kahneman και Tversky υποστηρίζουν ότι η υπερστάθμιση των χαμηλών πιθανοτήτων συμβάλλει στην αντιστροφή του παραπάνω συμπεριφορικού μοτίβου: είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα αγοράς λαχείων από τα άτομα όπου αναλαμβάνουν ρίσκο προκειμένου να εξασφαλίσουν κέρδη (casino effect) και από την άλλη πλευρά σύναψης ασφαλιστικών συμβολαίων προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο που συνδέεται με πιθανές απώλειες.

3) Απάτη και δικαιώματα επί των μετοχών των εταιρειών (fraud & stock options)

Σε θεωρητικό επίπεδο η χορήγηση μετοχών από μια εταιρεία στα επιτελικά της στελέχη αποσκοπεί στο να ευθυγραμμίσει τα συμφέροντά τους με εκείνα των μετόχων της.

Επιπρόσθετα τα δικαιώματα επί των μετοχών των εταιρειών τα οποία παρέχονται στα στελέχη τους έχουν ως στόχο να μειώσουν την απροθυμία τους να αναλάβουν επικίνδυνα επιχειρηματικά σχέδια τα οποία ωστόσο θα ωφελήσουν τους μετόχους.

Στην παραδοσιακή Χρηματοοικονομική υπάρχει μια σιωπηρή υπόθεση ότι οι τιμές στην αγορά είναι αποτελεσματικές.

Στην πραγματικότητα οι τιμές στην αγορά μπορεί να είναι μη αποτελεσματικές και η χορήγηση μετοχών και δικαιωμάτων επί των μετοχών μπορεί να σπλίσει τα επιτελικά στελέχη των εταιρειών με παράνομα κίνητρα.

Η υπέρμετρη αισιοδοξία και αυτοπεποίθηση η οποία χαρακτηρίζει τα στελέχη των επιχειρήσεων τα εμποδίζει από το να ενεργούν με την απαιτούμενη προσοχή.

Από την άλλη πλευρά η χορήγηση μετοχών και δικαιωμάτων επί των μετοχών ωθεί τα στελέχη στην ανάληψη επιχειρηματικών έργων που εμπεριέχουν κίνδυνο και έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Τα, με υπερβάλλουσα αισιοδοξία και αυτοπεποίθηση στελέχη των επιχειρήσεων τα οποία δεν έχουν το κατάλληλο υπόβαθρο ηθικής έχουν την τάση να υποεκτιμούν τις πιθανότητες να διαπράξουν απάτες, στα τμήματα τα οποία διοικούν, οι οποίες δε θα γίνουν αντιληπτές.

Είναι γεγονός ότι η αποζημίωση των στελεχών των επιχειρήσεων με μετοχές και δικαιώματα επί μετοχών βοηθάει στην ενίσχυση των διενέξεων σε θέματα αντιπροσώπευσης (**agency conflicts**) καθώς τα στελέχη ανακαλύπτουν ότι μπορούν να χειραγωγήσουν την αγοραία αξία των επιχειρήσεων που διοικούν.

Επιπρόσθετα, είναι γενικά παραδεκτό ότι οι επιχειρήσεις που έχουν εμπλοκή σε απάτες έχουν την τάση να χρησιμοποιούν αποζημιώσεις που στηρίζονται σε μετοχές και δικαιώματα επί των μετοχών σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από τις επιχειρήσεις που δεν συνδέονται με απάτες. Η τάση για τη διάπραξη παράνομων πράξεων συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την εταιρική διακυβέρνηση (**corporate governance**).

Η διάπραξη παράνομων πράξεων έχει μεγαλύτερες πιθανότητες εμφάνισης σε εταιρείες με υψηλό ποσοστό εταιρικών διαθεσίμων και ένα

σημαντικό αριθμό μεγαλομετόχων όπου οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι (Chief Executive Officers) έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να απολυθούν λόγω κακών επιδόσεων.

Αντίθετα η τάση για διάπραξη παράνομων πράξεων μειώνεται σε εταιρείες των οποίων τα Διοικητικά Συμβούλια απαρτίζονται σε υψηλό ποσοστό από ανεξάρτητα εξωτερικά στελέχη.

2.5 Ευριστικοί Κανόνες (Heuristics)

Τα στελέχη των περισσότερων επιχειρήσεων παίρνουν αποφάσεις βασιζόμενα σε ευριστικούς κανόνες. Ένας ευριστικός κανόνας δεν είναι παρά ένας πρακτικός κανόνας που χρησιμοποιούν τα στελέχη των επιχειρήσεων αλλά και το επενδυτικό κοινό προκειμένου να απλουστεύσουν προβλήματα που αντιμετωπίζουν κατά τη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων ή την πραγματοποίηση επενδυτικών κινήσεων.

Οι κυριότεροι ευριστικοί κανόνες είναι τέσσερις: Αντιπροσωπευτικότητα (**representativeness**), Διαθεσιμότητα (**availability**), Αγκυροβόληση (**anchoring**) και Επίδραση (**affect**) και οδηγούν στη διάπραξη των αντίστοιχων συμπεριφορικών σφαλμάτων.

1) Αντιπροσωπευτικότητα (representativeness):

Τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων συχνά κάνουν αξιολογήσεις και προβλέψεις βασιζόμενα σε ευριστικούς κανόνες οι οποίοι με τη σειρά τους στηρίζονται σε αναλογίες και στερεότυπα. Οι ψυχολόγοι αναφέρονται στην παραπάνω αρχή χρησιμοποιώντας τον όρο αντιπροσωπευτικότητα.

Σύμφωνα με τον συγκεκριμένο ευριστικό κανόνα η κρίση μας αναφορικά με το κόστος και τα οφέλη συγκεκριμένων πραγμάτων, συχνά δέχεται σημαντική επιρροή από συναισθήματα που προκαλούνται από λέξεις και εικόνες οι οποίες δε συνδέονται ευθέως με το πραγματικό κόστος ή τα οφέλη των πραγμάτων αυτών.

Η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων στον ευριστικό κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας και τον τρόπο σκέψης που συνδέεται μ' αυτόν οδηγεί στην διάπραξη του αντίστοιχου συμπεριφορικού σφάλματος.

Η διάπραξη του σφάλματος της αντιπροσωπευτικότητας οδηγεί τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων σε λανθασμένες επιλογές έργων οι οποίες στηρίζονται σε εσφαλμένες προβλέψεις. Το αποτέλεσμα της διάπραξης του συγκεκριμένου συμπεριφορικού σφάλματος είναι η μείωση της αξίας της επιχείρησης καθώς η καθαρή παρούσα αξία της δεν μεγιστοποιείται .

Τα επιτελικά στελέχη τα οποία βασίζονται στον ευριστικό κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας θεωρούν ότι οι μετοχές επιτυχημένων και καλών εταιρειών είναι αντιπροσωπευτικές καλών μετοχών δηλαδή είναι αξιόπιστες και πρέπει να επιλέγονται ως αντικείμενο επένδυσης.

Η αντιπροσωπευτικότητα οδηγεί τα στελέχη των επιχειρήσεων στην επιλογή μετοχών οι οποίες προσφέρουν καλύτερη μακροπρόθεσμη επενδυτική αξία, γεγονός το οποίο συνδέεται είτε με υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις είτε με χαμηλότερο κίνδυνο ή με συνδυασμό και των δύο αυτών παραγόντων.

Τα επιτελικά στελέχη τα οποία στηρίζονται στην αντιπροσωπευτικότητα έχουν τη τάση να αναμένουν υψηλότερες αποδόσεις από τις καλύτερες μετοχές.

Σε ότι αφορά τον κίνδυνο τα στελέχη τα οποία στηρίζονται στον ευριστικό κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας έχουν τη τάση να θεωρούν τις μετοχές από χρηματοοικονομικά εύρωστες εταιρείες ως ασφαλείς μετοχές σε αντίθεση με τις μετοχές των χρηματοοικονομικά μη επιτυχημένων εταιρειών τις οποίες αξιολογούν ως επικίνδυνες επιλογές.

Τα ερώτημα το οποίο προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση είναι κατά πόσο τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων αναμένουν υψηλότερες αποδόσεις από την επένδυση σε «ασφαλείς» μετοχές.

Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα βρίσκεται στις αρχές της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής σύμφωνα με τις οποίες ο κίνδυνος και η απόδοση είναι δύο μεγέθη τα οποία συνδέονται με θετική συσχέτιση γεγονός το οποίο σημαίνει ότι υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις συνδέονται με την ανάληψη υψηλότερου κινδύνου. Η ύπαρξη ωστόσο του ευριστικού κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας ωθεί τους managers των επιχειρήσεων να βλέπουν τη θετική σχέση απόδοσης – κινδύνου αντίθετα δηλαδή αρνητικά.

2) Διαθεσιμότητα (Availability):

Τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων διαπράττουν το σφάλμα της διαθεσιμότητας καθώς στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό σε πληροφόρηση στην οποία έχουν άμεση πρόσβαση παρά σε πληροφόρηση για την οποία απαιτείται μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για τη συγκέντρωση και την επεξεργασία της.

Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται προδιάθεση στο να εκθέτουν τις όποιες κρίσεις πραγματοποιούν στον ευριστικό κανόνα της διαθεσιμότητας και στη διάπραξη του αντίστοιχου συμπεριφορικού σφάλματος με δυσμενείς για την επιχείρηση επιπτώσεις.

Μέσα από τη διάπραξη του προαναφερόμενου συμπεριφορικού σφάλματος τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων οδηγούνται στην επιλογή και την πραγματοποίηση εσφαλμένων επιχειρηματικών έργων τα οποία βασίζονται σε εσφαλμένες προβλέψεις λόγω της διαθεσιμότητας.

Το αποτέλεσμα των προαναφερόμενων ενεργειών είναι η μείωση της αξίας της επιχείρησης λόγω λανθασμένης αξιολόγησης των προτεραιοτήτων καθώς και των ρίσκων που τα στελέχη της έχουν αναλάβει.

3) Αγκυροβόληση και Προσαρμογή (Anchoring and Adjustment):

Συχνά οι managers πραγματοποιούν γρήγορες εκτιμήσεις βασιζόμενοι σε κάποια αρχικά αριθμητικά δεδομένα με τα οποία είναι από προηγούμενη εμπειρία τους εξοικειωμένοι και στη συνέχεια προσαρμόζουν αυτά τα προγενέστερα αριθμητικά δεδομένα ώστε να αντανakλούν νέα πληροφόρηση ή νέες καταστάσεις.

Τα στελέχη καθώς «αγκιστρώνονται» στα προγενέστερα δεδομένα προσαρμόζουν και τις μεταγενέστερες κρίσεις τους για την επιχείρηση στα δεδομένα αυτά και κατά συνέπεια οδηγούνται σε εσφαλμένες κρίσεις και αξιολογήσεις αναφορικά με την περαιτέρω πορεία της.

Ο εν λόγω ευριστικός κανόνας είναι γνωστός ως αγκυροβόληση – προσαρμογή. Το συμπεριφορικό σφάλμα στο οποίο τα στελέχη οδηγούνται από την υιοθέτηση του συγκεκριμένου ευριστικού κανόνα είναι γνωστό ως σφάλμα αγκυροβόλησης.

Το αποτέλεσμα από τη διάπραξη του συμπεριφορικού σφάλματος της αγκυροβόλησης – προσαρμογής είναι η μείωση της αξίας της επιχείρησης

εξαιτίας εσφαλμένων προβλέψεων ανάπτυξης τις οποίες τα στελέχη της έχουν στη διάθεσή τους.

4) Ευριστικός κανόνας βασιζόμενος στην προαίσθηση ή συναίσθημα (Affect Heuristic):

Τα περισσότερα επιτελικά στελέχη βασίζουν τις αποφάσεις τους στο τι φαίνεται σε αυτά σωστό από συναισθηματικής άποψης. Οι ψυχολόγοι χρησιμοποιούν τον όρο επιρροή (**affect**) για να περιγράψουν το συναίσθημα και τον όρο επίδραση του ευριστικού κανόνα προκειμένου να περιγράψουν μια συμπεριφορά η οποία δίνει μεγάλη έμφαση στην προαίσθηση ή το συναίσθημα.

Συγκριτικά με τους υπόλοιπους ευριστικούς κανόνες ο ευριστικός κανόνας ο οποίος βασίζεται στο συναίσθημα περιλαμβάνει πνευματικού χαρακτήρα μονοπάτια τα οποία προδιαθέτουν τους managers στο να διαπράξουν συμπεριφορικά σφάλματα.

Ο ευριστικός κανόνας της επιρροής βασίζεται περισσότερο στα ένστικτα των στελεχών παρά στις επίσημες πρακτικές αποτίμησης των επιχειρηματικών αποφάσεων. Το αποτέλεσμα της υιοθέτησης του παραπάνω ευριστικού κανόνα μειώνει την αξία της επιχείρησης καθώς οδηγεί στην εφαρμογή σχεδίων που έχουν αρνητική παρούσα αξία, γεγονός το οποίο αντίκειται στους κανόνες της Χρηματοοικονομικής Θεωρίας.

2.6 Επίδραση των Ευριστικών Κανόνων της αντιπροσωπευτικότητας και της επίδρασης του συναισθήματος στην αξιολόγηση της σχέσης κινδύνου – απόδοσης.

Συχνά τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν ευριστικούς κανόνες για να αξιολογήσουν την αναμενόμενη απόδοση καθώς και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο τα οποία συνδέονται με την υλοποίηση ενός συγκεκριμένου επιχειρηματικού έργου. Στην προκειμένη περίπτωση οι ευριστικοί κανόνες που υιοθετούνται στηρίζονται σε ένα συνδυασμό του ευριστικού κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας καθώς και του ευριστικού κανόνα που βασίζεται στο συναίσθημα και εξωθούν τα στελέχη των επιχειρήσεων στη διάπραξη των αντίστοιχων συμπεριφορικών σφαλμάτων.

Η επίδραση του συναισθήματος είναι ένα πνευματικό μονοπάτι το οποίο τα άτομα χρησιμοποιούν για να εντοπίσουν οφέλη και να αποφύγουν κινδύνους.

Τα οφέλη τα οποία αναζητούν συνδέονται με θετικά συναισθήματα ενώ αντίθετα οι κίνδυνοι συνδέονται με αρνητικά συναισθήματα. Εξαιτίας της ενιαίας αντιμετώπισης οφέλους – κινδύνου η υιοθέτηση του ευριστικού κανόνα του συναισθήματος οδηγεί στη διαμόρφωση μιας αρνητικής σχέσης μεταξύ οφελών και κινδύνων.

Ως αποτέλεσμα οι ευριστικοί κανόνες της αντιπροσωπευτικότητας και της επίδρασης του συναισθήματος αλληλοενισχύονται όταν χρησιμοποιούνται για να αξιολογήσουν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση ενός επιχειρηματικού έργου και ταυτόχρονα εξωθούν τα στελέχη στο να δουν τη σχέση που συνδέει τα δύο αυτά μεγέθη ως αρνητική.

2.7 ΠΛΑΙΣΙΩΣΗ – ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ (FRAMING)

Ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνεται ένα πρόβλημα επηρεάζει και την επίλυση που θα δοθεί στο πρόβλημα αυτό. Τα στελέχη των επιχειρήσεων είναι ευάλωτα στον ευριστικό κανόνα της διατύπωσης καθώς οι όποιες αποφάσεις καλούνται να λάβουν επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται – διατυπώνεται κάθε πρόβλημα το οποίο συνδέεται με τη λειτουργία της επιχείρησης.

Η πλαισίωση αποτελεί μια κριτική άποψη της θεωρίας της Προοπτικής την οποία οι Kahneman και Tversky ανέπτυξαν προκειμένου να περιγράψουν το πώς τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις σε συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας.

Η θεωρία της Προοπτικής αποτελεί μια γενική ψυχολογική προσέγγιση και περιγράφει το πώς τα άτομα κάνουν επιλογές μεταξύ εναλλακτικών λύσεων που εμπεριέχουν κίνδυνο, χαρακτηρίζεται δε από δύο αξιοσημείωτα φαινόμενα πλαισίωσης: την αποστροφή της απώλειας (**loss aversion**) και την αποστροφή μιας βέβαιης απώλειας (**aversion to a sure loss**).

α) Αποστροφή της απώλειας (loss aversion): Τα περισσότερα άτομα επιλέγουν μέσω επικίνδυνων εναλλακτικών επιλογών σταθμίζοντας τα πιθανά κέρδη έναντι των πιθανών απωλειών προσαρμόζοντας ανάλογα τις πιθανότητες.

Ωστόσο έχει αποδειχθεί ότι η στάθμιση μιας πιθανής απώλειας έχει 2,5 φορές μεγαλύτερη βαρύτητα από ότι έχει το κέρδος αντίστοιχου ποσού.

Οι ψυχολόγοι αναφέρονται στο παραπάνω φαινόμενο με τον όρο αποστροφή της ζημιάς.

Η αποστροφή της ζημιάς οδηγεί τα άτομα να συμπεριφερθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να αποφεύγουν το κίνδυνο όταν αντιμετωπίζουν εναλλακτικές επιλογές οι οποίες εμπεριέχουν ταυτόχρονα πιθανότητες κέρδους και απώλειας.

Μερικά επιτελικά στελέχη επιχειρήσεων είναι επιρρεπή στο να αντιμετωπίζουν τα επαναλαμβανόμενα επιχειρηματικά ρίσκα στη διάρκεια του χρόνου όπως και τις άμεσες επιχειρηματικές αποφάσεις: με υπέρμετρο συντηρητισμό.

Το παραπάνω φαινόμενο είναι γνωστό ως «περιορισμένο» σφάλμα διατύπωσης (**narrow framing**).

Τα παραδοσιακά εγχειρίδια Εταιρικής Χρηματοοικονομικής διδάσκουν ότι οι υποχρεώσεις κάθε επιχείρησης μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως φορολογική ασπίδα για την προστασία της από την επιβολή εταιρικών φόρων.

Ωστόσο πολλές επιχειρήσεις αναλαμβάνουν λιγότερες υποχρεώσεις από ότι προτείνει η σχετική βιβλιογραφία αφήνοντας αναξιοποίητα μεγάλα χρηματικά ποσά τα οποία θα μπορούσαν να λειτουργήσουν όπως προαναφέραμε ως ασπίδα για την προστασία της επιχείρησης από την επιβολή φόρων.

Γενικά η αποστροφή του κινδύνου οδηγεί τα στελέχη των επιχειρήσεων σε απροθυμία για ανάληψη υποχρεώσεων ακόμα και αν μια τέτοια ενέργεια θα οδηγούσε στην παράπλευρη παραγωγή θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων για τους μετόχους τους.

Σε ψυχολογικό επίπεδο οι πιθανές απώλειες οι οποίες προέρχονται από την αναταραχή σε Χρηματοοικονομικό επίπεδο μπορεί να αποδειχτούν μεγαλύτερες από τα πιθανά οφέλη τα οποία προέρχονται από τη προστασία που προσφέρει στους επενδυτές η φορολογική νομοθεσία.

β) Αποστροφή μιας σίγουρης απώλειας (aversion to a sure loss)

Τα άτομα επιλέγουν συχνά την αποδοχή ενός αναλογικά υπερβολικού ρίσκου στην προσπάθειά τους να αποφεύγουν μια σίγουρη απώλεια.

Επιλέγουν την υλοποίηση της επιλογής που εμπεριέχει κίνδυνο παρόλο που οι πιθανότητες δεν είναι με το μέρος τους ευελπιστώντας ότι θα ξεπεράσουν τα αρνητικά προγνωστικά και θα επιτύχουν το στόχο τους.

Τα άτομα που επιλέγουν την υιοθέτηση μιας συμπεριφοράς σαν αυτή που περιγράφεται παραπάνω χαρακτηρίζονται ως άτομα που αποστρέφονται μια σίγουρη απώλεια (**aversion to a sure loss**).

Η αποστροφή μιας σίγουρης απώλειας από τα επιτελικά σταλέχη των επιχειρήσεων, τα οδηγεί στην χρησιμοποίηση παρελθόντων κερδοφόρων περιόδων ως σημείο αναφοράς (**reference point**) οδηγώντας τα ταυτόχρονα στην ένταξη των προβλέψεων για χαμηλότερα μελλοντικά κέρδη σε ένα πλαίσιο σύνδεσης της απώλειας με το σημείο αναφοράς.

2.8 Κλιμάκωση της Δέσμευσης (**escalation of commitment**)

Έρευνες έχουν δείξει ότι συχνά τα στελέχη των επιχειρήσεων επενδύουν περισσότερα χρήματα σε μια επιχειρηματική αποτυχία για την οποία θεωρούν υπεύθυνο τον εαυτό τους απ' ότι θα επένδυαν σε μια επιχειρηματική επιτυχία.

Το παραπάνω φαινόμενο είναι γνωστό και ως κλιμάκωση της δέσμευσης. Είναι προφανές ότι τα στελέχη που καλούνται να λάβουν αποφάσεις και αισθάνονται υπεύθυνα για μια επιχειρηματική αποτυχία τείνουν να είναι περισσότερο προσανατολισμένα σε παρελθοντικές τους επιλογές σε αντίθεση με εκείνα που δεν φέρουν το βάρος μιας τέτοιας λανθασμένης επιλογής.

Συγκεκριμένα αυτό το οποίο επιδιώκουν να κάνουν είναι να εντοπίσουν αποδεικτικά στοιχεία τα οποία να επιβεβαιώνουν ότι οι προγενέστερες αποφάσεις τους αποτελούν προϊόν ενός λογικού τρόπου σκέψης.

A) Ορατότητα (Visibility) : Ένα σημαντικό εύρημα αποτελεί το γεγονός ότι το μη ανακτήσιμο κόστος (**Sunk Cost**) από μια εσφαλμένη επιχειρηματική επιλογή δεν αλλάζει την τάση των στελεχών να ανατρέχουν σε παρελθούσες επιλογές τους ή να κλιμακώσουν το επίπεδο της πραγματοποιούμενης δαπάνης.

Παρόλα αυτά η ορατότητα (**visibility**) μιας απόφασης η οποία οδήγησε σε αποτυχία επηρεάζει τόσο την τάση για αναδρομή στο παρελθόν όσο και την κλιμάκωση της πραγματοποιούμενης δαπάνης.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειώσουμε ότι η ορατότητα (**visibility**) αφορά το πόσο σημαντικό είναι ένα έργο ή μια δραστηριότητα για τα υπόλοιπα άτομα.

B) Μετάνοια (Regret) : Όταν ένα μη επιθυμητό επιχειρηματικό αποτέλεσμα προκύπτει από μια παρελθούσα επιχειρηματική απόφαση πολλά άτομα βιώνουν το συναίσθημα της μετάνοιας. Αυτό το συναίσθημα προκύπτει όταν τα άτομα σκέπτονται ότι αν είχαν λάβει μια απόφαση διαφορετική απ' αυτήν που στην πραγματικότητα έλαβαν ίσως είχαν επιτύχει ένα επιθυμητό αποτέλεσμα αντί του ανεπιθύμητου που τελικά πέτυχαν. Προκειμένου να αποφύγουν να βιώσουν το συναίσθημα της μετάνοιας πολλά στελέχη αναβάλλουν να τερματίσουν ανεπιτυχή επιχειρηματικά εγχειρήματα για να αποφύγουν να παραδεχτούν ότι διέπραξαν ένα σφάλμα.

2.9 Διαμάχες σε θέματα εκπροσώπησης συμφερόντων (Agency Conflicts)

Σε θεωρητικό επίπεδο τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων καλούνται να υπηρετήσουν τα συμφέροντα των επενδυτών καθώς και των ιδιοκτητών – μετόχων της κάθε επιχείρησης.

Ωστόσο στην πραγματικότητα τα συμφέροντα των στελεχών και των επενδυτών μπορεί να μην εναρμονίζονται πλήρως.

Οι διενέξεις σε ζητήματα συμφερόντων μεταξύ των στελεχών της επιχείρησης και των επενδυτών είναι γνωστές ως **Agency Conflicts**.

Ο όρος *agency* (πρακτορείο) χρησιμοποιείται καθώς οι επενδυτές αποτελούν «διευθυντές» των οποίων τα συμφέροντα εξυπηρετούνται από τα επιτελικά στελέχη τα οποία λειτουργούν ως «πράκτορες» τους.

Οι διενέξεις σε επίπεδο συμφερόντων μπορεί να αποτελέσουν εμπόδιο σε αποφάσεις των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων οι οποίες θα οδηγήσουν σε πλήρη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Στην περίπτωση αυτή το επακόλουθο κόστος είναι γνωστό ως **agency cost**.

Οι «κληρονομημένες» διαμάχες που υπάρχουν ανάμεσα στους μετόχους και τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων καθώς και η ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει μεταξύ των δύο αυτών πλευρών (τα επιτελικά

στελέχη γνωρίζουν περισσότερα απ' ό τι γνωρίζουν οι μέτοχοι) τροφοδοτεί τις διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης (**agency conflicts**).

Υπάρχουν πολλοί τρόποι που μπορεί να χρησιμοποιηθούν προκειμένου αμβλυνθούν οι διαφορές σε θέματα εκπροσώπησης μεταξύ των μετόχων – ιδιοκτητών και των επιτελικών στελεχών των επιχειρήσεων.

Πιο συγκεκριμένα οι λογικά σκεπτόμενοι μέτοχοι προσφέρουν συμβόλαια σε ορθολογικά σκεπτόμενα επιτελικά στελέχη στα οποία συμπεριλαμβάνουν ταυτόχρονα ανταμοιβές και ποινές οι οποίες είναι γνωστές ως «καρότα και μαστίγια» έχοντας στο νου τους να υλοποιήσουν τρεις στόχους:

Ο πρώτος στόχος των μετόχων – ιδιοκτητών είναι να προσφέρουν στα επιτελικά στελέχη της επιχείρησης ένα συμβόλαιο το οποίο να είναι τουλάχιστον εξίσου ελκυστικό με την επόμενη εναλλακτική επιλογή που τα στελέχη έχουν στη διάθεση τους προκειμένου να τα προκαλέσουν στο συμμετάσχουν στην υλοποίηση των στόχων της επιχείρησης καθώς και στη μεγιστοποίηση της αξίας της.

Ο παραπάνω σκοπός είναι γνωστός και ως όριο – περιορισμός συμμετοχής (**participation constraint**).

Ο δεύτερος σκοπός των μετόχων – ιδιοκτητών είναι να εναρμονίσουν τα συστατικά των ανταμοιβών και των ποινών τα οποία περιλαμβάνονται στα συμβόλαια που προσφέρουν στα στελέχη της επιχείρησης προκειμένου να τα ωθήσουν να εκπροσωπήσουν επαρκώς τα συμφέροντα τους.

Ο συγκεκριμένος στόχος δηλαδή η ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων επενδυτών και των επιτελικών στελεχών είναι γνωστός και ως κίνητρο ορίου της συμβατότητας (**incentive compatibility constraint**).

Ο σκοπός του κινήτρου ορίου συμβατότητας βοηθά τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων να διαχειριστούν αποτελεσματικά σημαντικούς κινδύνους οι οποίοι πηγάζουν από τη θέση που κατέχουν όπως λόγω χάρη τον κίνδυνο που υφίσταται αναφορικά με τη καριέρα τους.

Τα στελέχη τα οποία έρχονται αντιμέτωπα με ένα τέτοιο κίνδυνο μπορεί να αντιδράσουν υπερβολικά αποστρεφόμενα υπέρμετρα τον κίνδυνο βλάπτοντας κατ' επέκταση τα συμφέροντα των επενδυτών.

Σε θεωρητική βάση η αποστροφή του κινδύνου από τα στελέχη των επιχειρήσεων μπορεί να μετρηθεί χρησιμοποιώντας δικαιώματα μετοχών.

Αυτό συμβαίνει γιατί τα δικαιώματα επί μετοχών ανταμείβουν τους managers για την επίτευξη επιθυμητών αποτελεσμάτων αλλά δεν τους τιμωρούν για τα μη επιθυμητά αποτελέσματα.

Ο τρίτος στόχος είναι τα συμβόλαια που προσφέρονται στα στελέχη να μην είναι υπέρ του δέοντος γενναιόδωρα μ' αυτά.

Ο στόχος αυτός είναι γνωστός και ως όριο της μη υπερπληρωμής (**non overpayment constrain**).

Διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης συμφερόντων μπορεί να υπάρξουν και σε αναλυτές οι οποίοι καλούνται να αξιολογήσουν μια επιχείρηση αλλά ταυτόχρονα μπορεί να μην είναι αντικειμενικοί εκτιμητές λειτουργώντας ως «πράκτορες» των συμφερόντων της υπό έλεγχο επιχείρησης.

Λόγω της παραπάνω κατάστασης οι αναλυτές έχουν ένα επιπλέον κίνητρο να παράξουν αναφορές οι οποίες θα είναι αρεστές στις επιχειρήσεις τις οποίες έχουν κληθεί να αξιολογήσουν. Αυτής της μορφής η διαμάχη σε θέματα εκπροσώπησης συμφερόντων μπορεί να οδηγήσει τους αναλυτές στη διάπραξη του συμπεριφορικού σφάλματος της υπέρμετρης αισιοδοξίας στις προβλέψεις τους αναφορικά με τα κέρδη και τις χρηματοροές της υπό αξιολόγηση επιχείρησης.

Επιπρόσθετα οι αναλυτές που υιοθετούν μια τέτοια συμπεριφορά μπορεί να χρησιμοποιήσουν ευριστικούς κανόνες (**heuristics**) ως εναλλακτικά εργαλεία αξιολόγησης προκειμένου αυτά να τους προσφέρουν αριθμητικά αποτελέσματα επιθυμητά από την υπό αξιολόγηση επιχείρηση και τα επιτελικά της στελέχη.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η υπέρμετρη αισιοδοξία σε συνδυασμό με τη χρησιμοποίηση ευριστικών κανόνων μπορεί να αποτελέσουν τη βάση για την εμφάνιση διενέξεων σε θέματα εκπροσώπησης (**agency conflicts**) καθώς και για τη διάπραξη συμπεριφορικών σφαλμάτων με εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις.

2.10 Οι διενέξεις εκπροσώπησης (Agency Conflicts) ως παράγοντες καθορισμού της υπέρμετρης αισιοδοξίας

Τα συμπεριφορικά σφάλματα και η διάπραξη τους αποτελούν μέρος της ερμηνείας της υπερβάλλουσας αισιοδοξίας που χαρακτηρίζει τις προβλέψεις των στελεχών για διάφορα επιχειρηματικά σχέδια.

Το προσωπικό ενδιαφέρον των στελεχών το οποίο συνδέεται με την επιθυμία τους να εμπλακούν στην υλοποίηση ενός μεγαλεπήβολου επιχειρηματικού σχεδίου αποτελεί έναν ακόμη παράγοντα ο οποίος συμβάλει στην ενίσχυση της υπερβάλλουσας αισιοδοξίας που τα διακατέχει.

Αυτό το προσωπικό ενδιαφέρον των στελεχών ενισχύει τις διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης (**agency conflicts**).

Οι διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης συμφερόντων παρουσιάζονται σε επιχειρηματικά έργα τόσο του δημοσίου όσο και του ιδιωτικού τομέα.

Στην προσέγγιση που επιχειρείται στην παραδοσιακή βιβλιογραφία η πολιτική της αποζημίωσης αποτελεί το κλειδί για τη διαχείριση της υπερβάλλουσας αισιοδοξίας η οποία βασίζεται σε συμφέροντα αντιπροσώπευσης.

Ωστόσο τα συμπεριφορικά σφάλματα μπορεί να μην αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά με θεραπείες που βασίζονται σε πολιτικές αποζημίωσης.

Πολλοί υποστηρίζουν την άποψη ότι οι προβλέψεις για τα επιχειρηματικά σχέδια οι οποίες χαρακτηρίζονται από υπέρμετρη αισιοδοξία, προκύπτουν εξ' ολοκλήρου από διενέξεις εκπροσώπησης.

Εν τούτοις τα στελέχη τα οποία χρησιμοποιούν ιδιαίτερα κίνητρα προκειμένου να διαχειριστούν την υπέρμετρη αισιοδοξία αναφορικά με τις μελλοντικές χρηματοροές ενός επιχειρηματικού σχεδίου, εξαιτίας του ότι πιστεύουν ότι η αισιοδοξία αυτή πηγάζει εξ' ολοκλήρου από διενέξεις συμφερόντων αντιπροσώπευσης, αντιμετωπίζουν συχνά δυσάρεστες εκπλήξεις.

2.11 Ομαδική Συμπεριφορά στα πλαίσια επιχειρήσεων

Υπάρχουν τρία βασικά χαρακτηριστικά τα οποία διακρίνουν τη συμπεριφορά των ατόμων που λειτουργούν ως μέλη μιας εργασιακής ομάδας στα πλαίσια μιας επιχείρησης.

1) Ακρίβεια (accuracy) : Οι ομάδες εργασίας τείνουν να έχουν καλύτερη απόδοση σε συγκεκριμένους τύπους καθηκόντων τα οποία είναι γνωστά ως διανοητικά (**intellectual**) καθήκοντα.

Ένα διανοητικό καθήκον αφορά ένα πρόβλημα που επιδέχεται μια «σωστή» απάντηση η οποία από τη στιγμή που θα γίνει γνωστή, θα γίνει εύκολα αποδεκτή από τα μέλη μιας εργασιακής ομάδας ως σωστή.

Παρόλο που οι εργασιακές ομάδες ξεπερνούν σε απόδοση μεμονωμένα άτομα σε ότι αφορά διανοητικά καθήκοντα, δεν ισχύει το ίδιο για ζητήματα που υπόκεινται σε κρίση και τα οποία είναι περισσότερο υποκειμενικά.

2) Πόλωση (polarization) : Οι εργασιακές ομάδες υπόκειται σε πόλωση αναφορικά με την ανεκτικότητα που δείχνουν στη διαχείριση του κινδύνου.

Για παράδειγμα εάν σε ατομικό επίπεδο τα μέλη μιας ομάδας αναζητούν σε μικρά ποσοστά τον κίνδυνο, σε ομαδικό επίπεδο ενισχύεται ο βαθμός ανάληψης του ρίσκου ως εργασιακή συμπεριφορά.

3) Αδικαιολόγητη Αποδοχή (unwarranted acceptance)

Οι ομαδικές συζητήσεις οδηγούν τα μέλη μιας ομάδας εργασίας να αποδέχονται μια απόφαση πιο εύκολα.

Παρόλο που μια τέτοια αποδοχή είναι συχνά αδικαιολόγητη, οδηγεί στην δημιουργία ενός φαινομένου το οποίο είναι παρόμοιο με τη συλλογική υπέρμετρη αυτοπεποίθηση και το οποίο είναι γνωστό ως «παραίσθηση της αποτελεσματικότητας» (**illusion of effectiveness**).

2.12 Λόγοι οι οποίοι οδηγούν σε διάπραξη Ομαδικών Συμπεριφορικών Σφαλμάτων

1) Ομαδικός τρόπος σκέψης (groupthink) :

Είναι γνωστό ότι το συμπεριφορικό σφάλμα της επιβεβαίωσης (**confirmation bias**) είναι η τάση που χαρακτηρίζει τα στελέχη των επιχειρήσεων να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε στοιχεία που επιβεβαιώνουν μια υπόθεση που έχουν κάνει και ταυτόχρονα να υποεκτιμούν στοιχεία τα οποία δε συνηγορούν προς αυτή την κατεύθυνση.

Μια συλλογική μορφή του σφάλματος της επιβεβαίωσης η οποία επηρεάζει τις ομάδες εργασίας οδηγεί σε ένα φαινόμενο το οποίο είναι γνωστό ως «ομαδικός τρόπος σκέψης» (**groupthink**).

Μια ομάδα ατόμων βιώνει «ομαδικό τρόπο σκέψης» όταν η ώθηση για την επίτευξη γενικής συμφωνίας μεταξύ των μελών της ομάδας υπερβαίνει την ρεαλιστική άποψη για εναλλακτικούς τρόπους δράσης.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του ομαδικού τρόπου σκέψης στα πλαίσια ομάδων εργασίας είναι τα ακόλουθα:

- Η δυναμική των ομάδων χαρακτηρίζεται από σχέσεις φιλοφρόνησης και συναδερφικής αλληλεγγύης.
- Ένας δυνατός αδιάλλακτος ηγέτης διευθύνει την ομάδα.
- Τα μέλη της ομάδας λειτουργούν κάτω από στρεσογόνες συνθήκες.
- Τα μέλη των ομάδων επηρεάζονται από μια ισχυρή επιθυμία για συμμόρφωση με τις κοινωνικές επιταγές.
- Δεν υπάρχει σαφής διαδικασία που ακολουθείται κατά τη λήψη αποφάσεων.

2) Ανεπαρκής Διασπορά Πληροφόρησης (poor information sharing):

Τα μέλη των ομάδων εργασίας αποτυγχάνουν στο να μοιραστούν την πληροφόρηση που διαθέτουν για διάφορα θέματα εργασιακού ενδιαφέροντος με τα μέλη άλλων ομάδων συναφούς δραστηριότητας.

3) Ανεπαρκή Κίνητρα (inadequate Motivation) :

Η ανεπαρκής παροχή κινήτρων στα επιτελικά στελέχη μιας επιχείρησης είναι μιας μορφής σύγκρουση συμφερόντων εκπροσώπησης η οποία είναι γνωστή ως κοινωνική απραξία (**social loafing**).

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση, τα μέλη μιας ομάδας μπορεί να μειώσουν το επίπεδο των προσπαθειών που καταβάλουν βασιζόμενοι στο ότι τα άλλα μέλη της ομάδας θα παράξουν οφέλη για το καλό και την εύρυθμη λειτουργία της.

Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι άτομα τα οποία δραστηριοποιούνται στα πλαίσια μιας ομάδας εργαζομένων, εργάζονται λιγότερο σκληρά σε σχέση με άτομα τα οποία εργάζονται μόνα τους.

Ο καθορισμός κινήτρων για την αποτελεσματική διαχείριση του φαινομένου της «κοινωνικής απραξίας» είναι δύσκολο να επιτευχθεί καθώς

υπάρχει ανεπαρκής σύνδεση ανάμεσα στη καταβαλλόμενη εργασιακή προσπάθεια και το πραγματοποιούμενο αποτέλεσμα και η ευθύνη διαχέεται μέσα στα πλαίσια της ομάδας και δεν επιβαρύνει συγκεκριμένα στελέχη τα οποία θα βοηθούσαν στην υλοποίηση συγκεκριμένων στόχων της επιχείρησης.

2.13 Τρόποι αντιμετώπισης ομαδικών Συμπεριφορικών Σφαλμάτων

Σύμφωνα με τον CEO Jack Stack της εταιρείας Springfield υπάρχουν πέντε στοιχεία τα οποία βοηθούν στην αποδυνάμωση των συμπεριφορικών σφαλμάτων τα οποία παρατηρούνται στα πλαίσια διαφόρων εργασιακών ομάδων.

1) Καθιέρωση Κανόνων (Standards) :

Το πρώτο βασικό χαρακτηριστικό για την ύπαρξη μιας αποτελεσματικής ομάδας είναι να έχει ξεκάθαρους στόχους και σαφώς καθορισμένους ρόλους και ευθύνες οι οποίες θα κατανέμονται αρμονικά μεταξύ των μελών της.

Από αυτή την άποψη η ύπαρξη κανόνων αναφέρεται στη χρήση χρηματοοικονομικών καταστάσεων που βοηθούν την επιχείρηση να επιτύχει ρεαλιστικούς επιχειρηματικούς στόχους.

Είναι γνωστό ότι σε κάθε επιχειρηματικό περιβάλλον οι εργαζόμενοι οφείλουν να γνωρίζουν ποιοι είναι οι ζωτικής σημασίας στόχοι της επιχείρησης σε συνδυασμό με τα αριθμητικά δεδομένα τα οποία ποσοτικοποιούν τους εν λόγω στόχους.

Οι στόχοι αυτοί είναι ζωτικής σημασίας ζητήματα τα οποία απασχολούν σε μεγάλο βαθμό τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων και καθορίζουν σημαντικά την επιτυχία ή την αποτυχία ενός επιχειρηματικού έργου.

Σε ορισμένες εταιρείες ζωτικής σημασίας ζητήματα για τη πορεία της εταιρείας μπορεί να είναι το κόστος παραγωγής των προς πώληση προϊόντων, σε άλλες οι χρηματοροές της κ.τ.λ.

Τα ζητήματα αυτά παρουσιάζουν σοβαρές διαφοροποιήσεις από εταιρεία σε εταιρεία καθώς και από επιχειρηματικό περιβάλλον σε επιχειρηματικό περιβάλλον.

Οι κανόνες είναι εξαιρετικά σημαντικοί σε συνδυασμό με την διάχυση της πληροφόρησης και την παροχή κινήτρων στα πλαίσια των επιχειρήσεων.

Η ανάθεση εργασιών σε μέλη ομάδων με σαφώς προσδιορισμένους ρόλους και ευθύνες τα οποία διέπονται από καθώς και η παρακολούθηση των καθοριστικής σημασίας ζητημάτων που απασχολούν τις επιχειρήσεις, συνδυάζονται προκειμένου να μειώσουν το συμπεριφορικό φαινόμενο της «κοινωνικής απραξίας» (**social loafing**).

2) Προγραμματισμός (Programming) : Ο προγραμματισμός βρίσκεται στην καρδιά του συστήματος το οποίο η εταιρεία Springfield Remanufacturing Corporation και ο CEO της Jack Stack είχαν εφαρμόσει προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τις συνέπειες των συμπεριφορικών σφαλμάτων που χαρακτηρίζουν τις διάφορες εργασιακές ομάδες.

Ο Jack Stack ανέπτυξε την άποψη ότι επειδή ένα επιχειρηματικό σχέδιο θα πρέπει να αποτελεί εργαλείο για την κάθε επιχείρηση και όχι κάτι το οποίο γίνεται για να περνάει ο χρόνος, θα πρέπει όσο το δυνατόν περισσότερα άτομα να εμπλέκονται στην προσπάθεια υλοποίησης του.

Από αυτή την άποψη ο προγραμματισμός αποτελεί το «όχημα» μέσω του οποίου εφαρμόζονται οι επιχειρηματικές προβλέψεις, τίθενται σε εφαρμογή οι στόχοι της επιχείρησης, προσδιορίζονται τα κίνητρα των στελεχών και της λειτουργίας της εκάστοτε επιχείρησης και υλοποιούνται οι διάφορες δεσμεύσεις.

Στις περισσότερες εταιρείες ο προγραμματισμός ξεκινά με μια πρόβλεψη των μελλοντικών της πωλήσεων. Στην προσπάθεια να αποφευχθεί το συμπεριφορικό σφάλμα του «ομαδικού τρόπου σκέψης» διαμορφώνεται ένα πλάνο εργασίας το οποίο θα πρέπει να επιβεβαιώνει τις προβλέψεις που έχουν γίνει αναφορικά με τις πωλήσεις της εταιρείας.

Όπως χαρακτηριστικά επεσήμανε ο Stack CEO της Springfield Remanufacturing Corporation, είναι προς όφελος όλων όσοι εμπλέκονται με την εταιρεία να αναγνωρίζουν τα διάφορα προβλήματα, τις όποιες λάθος υποθέσεις, τις μη ρεαλιστικές προσδοκίες και τους κρυμμένους κινδύνους.

Τα άτομα τα οποία εμπλέκονται στο πλάνο εργασίας ενθαρρύνονται να ρωτήσουν κάθε είδους ερώτηση όπως για παράδειγμα πόσο ευάλωτη είναι η εταιρεία στον ανταγωνισμό ή εάν υπάρχει επαρκής χρηματοδότηση για την υλοποίηση των πωλήσεων που έχουν προβλεφθεί από το επιχειρηματικό σχέδιο.

3) Αποζημίωση (Compensation) : Εξαιτίας της ύπαρξης των διαφωνιών εκπροσώπησης (agency Conflicts) η παροχή κινήτρων στα στελέχη απαιτεί ένα αποτελεσματικό σύστημα αποζημίωσης το οποίο θα περιλαμβάνει αμοιβές οι οποίες σχετίζονται με την καλή απόδοση τους.

Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της εταιρείας Springfield Remanufacturing Corporation της οποίας το εργατικό δυναμικό χρησιμοποιεί για να περιγράψει το πλάνο ανταμοιβών της εταιρείας τη φράση «αγνοήστε τις φιλοφρονήσεις δώστε μας αυξήσεις» (Skip the praise give us raise).

Ο CEO Jack Stack της SRC τόνισε το θεμελιώδη ρόλο της παροχής κινήτρων στα στελέχη της εταιρείας του δηλώνοντας τα ακόλουθα: «Αυτό το οποίο κάνει ένα πλάνο ανταμοιβών είναι να «επικοινωνεί» τους στόχους της επιχείρησης, με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο θέτοντας ταυτόχρονα ένα όριο στην επιδίωξη τους. Εάν κάτι τέτοιο συμβεί θα τραβήξει την προσοχή των στελεχών της εταιρείας πολύ σύντομα, στέλνοντας τους ένα ισχυρό μήνυμα και προσφέροντας τους παράλληλα ένα ζήτημα για να εστιάσουν την προσοχή τους.

Ο Stack υπογράμμισε τη σημασία ενός ενιαίου συστήματος αποζημίωσης γεγονός το οποίο δηλώνει ότι όλα τα άτομα τα οποία στελεχώνουν τον οργανισμό θα πρέπει να ανταμείβονται χρησιμοποιώντας τα ίδια κριτήρια.

Συγκεκριμένα για να είναι αποτελεσματική η πολιτική αποζημίωσης των στελεχών, θα πρέπει αυτά να κατανοούν ότι οι ενέργειες τους επηρεάζουν τις ανταμοιβές τις οποίες εισπράττουν.

Ο CEO της S.R.C. J. Stack δίνει μεγάλη έμφαση στην ενιαία φύση των κινήτρων, στην εκπαίδευση καθώς και στην επικοινωνία δηλώνοντας ότι όσο έξυπνο και αν είναι ένα ανώτατο στέλεχος και όσο προσεκτικά και αν έχει σχεδιάσει το σύστημα ανταμοιβών της εταιρείας του, αυτά τα στοιχεία από μόνα τους δεν αρκούν να κινητοποιήσουν τα άτομα για δράση εάν αυτά δεν έχουν κατανοήσει το εν λόγω σύστημα ή δεν μπορούν να παρακολουθήσουν αυτά τα οποία συμβαίνουν.

Ένα καλό σύστημα παροχής κινήτρων υλοποιεί μια πληθώρα λειτουργιών: Αρχικά παρέχει μια ευκαιρία για πληροφόρηση αναφορικά με τη Χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας.

Εξαιτίας τους προσωπικού τους ενδιαφέροντος, τα άτομα που συνδέονται με την Επιχείρηση εστιάζουν την προσοχή τους στην κατανόηση των τρεχουσών Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της επιχείρησης.

Αναπτύσσοντας ένα προσχέδιο πρόβλεψης κατά τη φάση του Προγραμματισμού τα Στελέχη υπονοούν ένα σχέδιο για την μελλοντική τους αποζημίωση.

Σε δεύτερο επίπεδο η πολιτική αποζημίωσης ενθαρρύνει την ιδιαίτερη προσοχή σε κομμάτια στα οποία η επιχείρηση είναι αδύναμη.

Επιπρόσθετα μια ενιαία πολιτική αποζημίωσης αποσκοπεί στο να ενώσει τα μέλη του οργανισμού σε μια ομάδα.

Τέλος μια καλά δομημένη πολιτική αποζημίωσης ωθεί τα μέλη του επιχειρηματικού οργανισμού να κατανοήσουν γρήγορα τα ζωτικής σημασίας προβλήματα τα οποία τυχόν αυτός αντιμετωπίζει.

4) Διανομή Πληροφοριών (Information Sharing)

Η εταιρεία SRC αποκαλεί το σύστημα διανομής πληροφοριών το οποίο χρησιμοποιεί «συγκεντρωτικό» και αυτό αποτελεί τη «καρδιά» του συστήματος επικοινωνίας της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Το σύστημα αυτό περιλαμβάνει μια εβδομαδιαία συνάντηση στην οποία επιλέγονται αντιπρόσωποι από ολόκληρη την εταιρεία οι οποίοι συναντώνται προκειμένου να ανταλλάξουν προβλέψεις για το πώς οι τρέχουσες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας θα διαμορφωθούν στο τέλος τους τρέχοντος μήνα.

Αυτές οι προβλέψεις αποτελούν τη λογιστική απεικόνιση της επιχείρησης.

Τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων έχουν την ευθύνη να κάνουν προβλέψεις και να λάβουν αποφάσεις οι οποίες θα έχουν ως αποτέλεσμα την μεγιστοποίηση της αξίας της κάθε επιχείρησης.

Οι προβλέψεις γίνονται πάντα σε συνάρτηση με κάποια σημεία αναφοράς και τα προσχέδια των προβλέψεων αναπτύσσονται κατά την φάση του προγραμματισμού.

Η ανταλλαγή πληροφοριών επιτυγχάνεται διαδοχικά, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι προβλέψεις για την παραγωγή παρουσιάζονται με μια σειρά.

Αφού πραγματοποιηθούν οι προβλέψεις ο Ανώτατος Οικονομικός Διευθυντής (C.F.O) τις συνοψίζει και παρουσιάζει τα αποτελέσματα στους ενδιαφερόμενους.

Η διακύμανση αντανακλά τη διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στη σχεδιασμένη αξία αντικειμένου και στην πραγματική του αξία.

Εξ' ορισμού μια θετική διακύμανση είναι πάντα επιθυμητή ενώ αντίθετα μια αρνητική είναι απορριπτέα.

Οι διακυμάνσεις που προκύπτουν από την παρουσίαση του Ανώτατου Οικονομικού Διευθυντή (C.F.O.) της επιχείρησης, εκτιμούν τις δυνάμεις και τις αδυναμίες της επιχείρησης συσχετίζοντας τις, παρουσιάζοντας ταυτόχρονα απόψεις για την πιθανή απειλή που υπάρχει να επιτύχουν αποτελέσματα κατώτερα του αρχικού επιχειρηματικού σχεδίου ή το θετικό ενδεχόμενο να ξεπεράσουν την αρχική πρόβλεψη και να έχουν καλύτερα αποτελέσματα.

Επιπρόσθετα σχετικά με τη διανομή πληροφοριών η συγκεντρωτικότητα που τη χαρακτηρίζει αντιπροσωπεύει την ευκαιρία να εμπλακούν τα στελέχη σε παρακολούθηση και άσκηση κοινωνικής πίεσης.

Από αυτή την άποψη η συνάντηση στελεχών η οποία πραγματοποιείται σε εβδομαδιαία βάση στην εταιρεία SRC παρέχει επιπρόσθετα κίνητρα για την αντιμετώπιση της «κοινωνικής απραξίας» πάνω και πέρα από επίσημες αποζημιώσεις. Στη διάρκεια αυτών των συναντήσεων τα επιτελικά στελέχη παίρνουν την ευθύνη για τα συγκεκριμένα στοιχεία που εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Στην SRC ο χρόνος μεταξύ των συναντήσεων των στελεχών χρησιμοποιείται προκειμένου να γίνει να γίνει λεπτομερής καταγραφή από τους δικηγόρους της επιχείρησης προκειμένου να εστιάσουν στην επίδραση που έχουν οι όποιες αποφάσεις στις μελλοντικές αποζημιώσεις και στην αξία της επιχείρησης.

Περιστασιακά εργαζόμενοι οι οποίοι σε κανονικές συνθήκες δεν είναι μέλη Διοικητικών ή άλλων συμβουλίων αλλά είναι υπεύθυνοι για άριστες ή μη επιχειρηματικές αποφάσεις, θα κληθούν να συμμετάσχουν σε τέτοια συμβούλια.

Ο σκοπός τέτοιων προσκλήσεων είναι να ερμηνεύσουν τους λόγους που βρίσκονται πίσω από τις προβλέψεις οι οποίες πραγματοποιούνται, γεγονός το οποίο ενέχει τόσο ρόλο κινήτρου όσο και ενημερωτικό ρόλο.

Ο CEO της Springfield Remanufacturing Corporation J. Stack τόνισε ότι οι συναντήσεις στελεχών κρατούν τα στελέχη επικεντρωμένα σε ότι έχει αξία για την επιχείρηση, τα βοηθούν να είναι ενωμένα για την επίτευξη των κοινών της στόχων και ταυτόχρονα «χτίζουν» την επιχείρηση μέσω της εκπαίδευσης.

Περισσότερο σημαντικό είναι ότι οι συναντήσεις στελεχών παρέχουν μια δομημένη διαδικασία η οποία ωθεί τα μέλη της ομάδας εργασίας να μοιράζονται την όποια πληροφόρηση διαθέτουν.

5) Ιδιοκτησία Μετοχών (Stack ownership) : Από τη φύση του το σύστημα αποζημίωσης και η συνεπακόλουθη επικοινωνία εστιάζει στην απόδοση για το τρέχον οικονομικό έτος.

Παρόλα αυτά η δημιουργία αξίας για την επιχείρηση είναι μια διαχρονική υπόθεση.

Συμπερασματικά η κατοχή μετοχών από τους εργαζόμενους της επιχείρησης έχει ως στόχο να αποθαρρύνει την τάση που αυτοί έχουν να λαμβάνουν αποφάσεις οι οποίες βελτιώνουν τη βραχυχρόνια επίδοση της επιχείρησης καταστρέφοντας ωστόσο διαχρονικά την αξία που δημιουργείται γι' αυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο
Μελέτη Περίπτωσης Νο1
Sun Microsystems

ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Η εταιρεία πληροφορικής Sun Microsystems ιδρύθηκε το Φεβρουάριο του 1982 από τέσσερις φίλους τον Vidon Khosia, τον Andy Bechtolsheim, τον Bill Joy και τον Scott Mc Nealy.

Η εταιρεία είχε ως αντικείμενο την πώληση ηλεκτρονικών υπολογιστών, εξαρτημάτων Η/Υ, την κατασκευή διακομιστών (servers) λογισμικού (software), τη δημιουργία ολοκληρωμένων σταθμών εργασίας καθώς και την επιτέλεση μια σειράς πολύπλοκων λειτουργιών οι οποίες συνδέονται με το I.T (Information Technology).

Η Sun ξεκίνησε τις εργασίες της απασχολώντας τέσσερις μόλις εργαζόμενους και για τα επόμενα δέκα έτη δραστηριοποιούνταν αποκλειστικά ως προμηθευτής υλικών για τη δημιουργία σταθμών εργασίας κάτι το οποίο έκανε με εξαιρετική όπως αποδείχτηκε επιτυχία.

Μέσα στα επόμενα πέντε έτη η εταιρεία κατόρθωσε να ξεπεράσει τους ανταγωνιστές της κερδίζοντας το προβάδισμα στη δημιουργία σταθμών εργασίας για ηλεκτρονικούς υπολογιστές.

Το προβάδισμα αυτό διατηρήθηκε και στις αρχές της δεκαετίας του 1990 όταν η εταιρεία αποφάσισε να επεκτείνει τις δραστηριότητες της και να ασχοληθεί με την παραγωγή διακομιστών (servers).

Η φούσκα που χαρακτήριζε τη βιομηχανία της πληροφορικής στη δεκαετία του 1990 οδήγησε στην άνθηση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνταν στο συγκεκριμένο κλάδο καθώς και σε μια δραματική άνοδο της Sun Microsystems.

Η φαινομενική άνθηση η οποία χαρακτήριζε το κλάδο της Πληροφορικής οδήγησε στην εμφάνιση ενός μεγάλου αριθμού νέων εταιρειών δημιουργώντας ταυτόχρονα ζήτηση για διακομιστές όμοιους με αυτούς που παρήγαγε η Sun

προκειμένου να υπάρξει αποτελεσματική διαχείριση των μεγάλων αναγκών για υπηρεσίες διαδικτύου.

Όταν η φούσκα στην αγορά πληροφορικής «έσκασε» το 2001 τα αποτελέσματα της ήταν εξαιρετικά δυσμενή για τη Sun.

Οι πωλήσεις της εταιρείας για λογισμικό (software) παρουσίασαν δραματική πτώση. Παράλληλα οι εταιρείες του κλάδου έψαχναν για υψηλού επιπέδου διακομιστές σε πολύ χαμηλότερη τιμή από αυτή που πρόσφερε η Sun η οποία είχε επιπλέον να αντιμετωπίσει και τον ανταγωνισμό μιας νέας γενιάς διακομιστών, που χρησιμοποιούσε ένα μεγάλο αριθμό μικρών και φτηνών διακομιστών που έτρεχαν ανοιχτού κώδικα (open source) συστήματα, σε αντίθεση με το μικρό αριθμό ακριβών διακομιστών που η εταιρεία παρήγαγε.

Τα αποτελέσματα όλων των προαναφερομένων αλλαγών ήταν οι σταθερές απώλειες που βίωσε η Sun Microsystems για ένα αρκετά μεγάλο αριθμό τετραμήνων γεγονός το οποίο οδήγησε σε πτώση της τιμής της μετοχής της σε ποσοστό μικρότερο του 10% της υψηλότερης τιμής της κάτι το οποίο την ανάγκασε να προχωρήσει σε κλείσιμο παραγωγικών της μονάδων και σε απολύσεις προσωπικού.

Η πορεία της Sun Microsystems από την άνοδο στην πτώση ενισχύθηκε σε μεγάλο βαθμό από λανθασμένες αποφάσεις εξαγορών στις οποίες είχε προβεί καθώς και από την αδυναμία της να εξασφαλίσει κέρδη από βασικά προϊόντα της όπως για παράδειγμα το σύστημα **Java**.

Είναι αμφισβητήσιμο κατά πόσο η Sun επλήγει σε μεγαλύτερο βαθμό από τις υπόλοιπες εταιρείες από τη «φούσκα» που έπληξε την αγορά της πληροφορικής καθώς η εταιρεία είχε δώσει έμφαση στις προσπάθειες της να παραμείνει στην κορυφή του κλάδου και δεν εμβάθυνε στην ανάπτυξη της όπως η I.B.M και άλλες εταιρείες, επισημαίνει ο pund-IT αναλυτής Charles King.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι διακομιστές (servers) **Sparc** με το σύστημα διαχείρισης **Solaris** που κατασκεύαζε η Sun έγιναν αντικείμενο αντιγραφής από πολλές νεοσύστατες εταιρείες πληροφορικής λόγω της αξιοπιστίας τους αλλά και της ευελιξίας που διέθεταν σε ότι αφορά την ανάπτυξη μεγάλου αριθμού εφαρμογών σε προσιτές τιμές, όπως χαρακτηριστικά τόνισε ο C.Charles, κάτι το οποίο επηρέασε αρνητικά την μετέπειτα πορεία της εταιρείας.

Στο χρονικό διάστημα που ακολούθησε μετά την ύφεση η Sun διέθετε μια πολύ μεγάλη γκάμα προϊόντων στην αγορά η οποία ξεπερνούσε τις ανάγκες των πιθανών αγοραστών της για αναβάθμιση ή αγορά νέου εξοπλισμού.

Η Sun επικεντρώθηκε εσφαλμένα στην επιβράβευση των διακομιστών **Sparc** που η ίδια είχε αναπτύξει σε τέτοιο βαθμό ώστε έχασε τη μετάβαση στους επεξεργαστές **X86** οι οποίοι αποτέλεσαν το διάδοχο τους στη βιομηχανία των Η/Υ.

Η Sun είχε στη δεκαετία του '80 πουλήσει Η/Υ οι οποίοι βασίζονταν στο σύστημα επεξεργαστών X86 ωστόσο στη δεκαετία του '90 συγκέντρωσε όλες τις δυνάμεις της στο να αναπτύξει και να τελειοποιήσει τους διακομιστές Sparc οι οποίοι αποτελούσαν δικό της προϊόν.

Η Sun Microsystems αντιμετώπισε τους επεξεργαστές X86 ως απλά και καλά εξαρτήματα και όχι ως οργανωμένα συστήματα τα οποία θα συνέβαλλαν στη λειτουργία ενός άρτια οργανωμένου εταιρικού κέντρου δεδομένων πληροφορικής.

Στα χρόνια που ακολούθησαν την κατάρρευση του κλάδου της πληροφορικής η Sun επιχείρησε να ενισχύσει την παρουσία της στην αγορά επεξεργαστών X86 χρησιμοποιώντας διακομιστές που στηρίζονται στην τεχνολογία των εταιρειών A.M.D και Intel αλλά όπως αποδείχτηκε ήταν πολύ αργά για να κερδίσει το χαμένο έδαφος.

Η κατάρρευση της Sun Microsystems οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό σε αποτυχημένες εξαγορές στις οποίες είχε προβεί.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η έναντι 2 δις δολαρίων απόκτηση της Cobalt Networks μιας εταιρείας πώλησης μηχανημάτων διακομιστών (servers) η οποία «καταβροχθίστηκε» από τη Sun το 2000 αλλά ποτέ δεν της απέφερε τα αναμενόμενα κέρδη.

Η Sun έκανε προσπάθειες να δραστηριοποιηθεί σε πολλές και διαφορετικές αγορές λογισμικού (software) και λειτουργικού Η/Υ (hardware) ωστόσο καταλάμβανε πάντα την τρίτη ή την τέταρτη θέση μεταξύ των ανταγωνιστριών επιχειρήσεων του κλάδου.

Η Sun το 2008 προέβει στην έναντι 1 δις δολαρίων εξαγορά της εταιρείας **My SQL** σε μια προσπάθεια να κυριαρχήσει στην αγορά των βάσεων

δεδομένων (**database market**) στην οποία η εταιρεία **Oracle** κατείχε ήδη τη θέση του ηγέτη του κλάδου.

Η εταιρεία προχώρησε στην εξαγορά 4,1 δις δολαρίων το 2005 της **Storage Tek** ωστόσο και τα αποτελέσματα που πέτυχε στην αγορά της αποθήκευσης δεδομένων δεν ήταν τα αναμενόμενα.

Οι εξαγορές που πραγματοποίησε η Sun ήταν αποτέλεσμα λανθασμένων κινήσεων διοίκησης: εξαγόρασε πολλές και με διαφορετικά αντικείμενα εταιρείες πληροφορικής μέσα στη διάρκεια χρόνων κάτι το οποίο απέκτησε διαστάσεις πανικού και μανίας στο τέλος όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο αναλυτής του ομίλου «Επιχειρηματική Στρατηγική» Brian Babineau.

Η Sun ακολουθώντας το σπάσιμο της φούσκας των εταιρειών πληροφορικής παρουσίασε μια σημαντική μείωση στα κέρδη της. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι τα καθαρά της έσοδα μειώθηκαν από 1,85 δις δολάρια που ήταν το οικονομικό έτος 2002 σε 927 εκατομμύρια δολάρια το 2001.

Η Sun είχε απώλειες της τάξεως των 628 εκατομμυρίων δολαρίων το οικονομικό έτος 2002 καθώς και μια τεράστια απώλεια ύψους 2,4 δις δολαρίων το 2003.

Το 2007 η Sun επανήλθε στην κερδοφορία ωστόσο ανακοίνωσε καθαρές ζημιές σε τρία από τα τέσσερα τελευταία τρίμηνα κάτι το οποίο δημιούργησε στις ανταγωνίστριες εταιρείες του κλάδου προσδοκίες για εξαγορά της εταιρείας.

Η I.B.M προσέφερε 7 δις δολάρια για την απόκτηση της Sun ωστόσο η πρόταση εξαγοράς απορρίφθηκε.

Πολλοί αναλυτές αμφέβαλαν για την ικανότητα της Sun να βρει άλλο αγοραστή ωστόσο η εταιρεία Oracle ήταν η επόμενη η οποία έδειξε τον ενδιαφέρον της για εξαγορά.

Ο λόγος για τον οποίο η Sun δεν μπορούσε να συνεχίσει να λειτουργεί ως ανεξάρτητη εταιρεία ήταν ότι διέθετε μια ομάδα από πιστούς πελάτες ωστόσο είχε αδυναμία στο να προσελκύσει νέους.

Είναι χαρακτηριστικό ότι οι πελάτες της Sun για πολλά χρόνια όταν ήθελαν να αγοράσουν έναν αξιόπιστο επεξεργαστή X86 στρέφονταν στις

ανταγωνίστριες εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στον κλάδο της πληροφορικής.

Όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο αναλυτής Charles King η ιστορία της Silicon Valley είναι γεμάτη από αποτυχημένες εταιρείες, οι οποίες ενώ διέθεταν εξαιρετική τεχνολογία δεν μπόρεσαν να κατανοήσουν τη δυναμική των εμπορικών αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνταν.

Η περίπτωση της Sun Microsystems αποτελεί αντιπροσωπευτικό παράδειγμα τέτοιας εταιρείας.

Στο σημείο αυτό αξίζει να κάνουμε μια ιδιαίτερη αναφορά στο CEO Scott Mc Nealy ο οποίος διοικούσε τη Sun για 22 ολόκληρα χρόνια και του οποίου ο ρόλος υπήρξε καθοριστικός για την πορεία της εταιρείας.

Το όραμα και ο δυναμισμός του Mc Nealy ευθύνονται για τη ταχύτατη ανάπτυξη που παρουσίασε η Sun κατά τις 2 πρώτες δεκαετίες της λειτουργίας της.

Στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας της Sun ο Mc Nealy εργάστηκε ως επικεφαλής του Βιομηχανικού Τμήματος και με τις ιδιαίτερες ικανότητες που διέθετε κατόρθωσε να ανταποκριθεί στην εκρηκτική ζήτηση που υπήρχε για τα προϊόντα της αυξάνοντας τις πωλήσεις από 9 εκατομμύρια δολάρια το 1983 σε 39 εκατομμύρια δολάρια το 1984.

Ο Mc Nealy είχε ενεργή ανάμιξη και στο Τμήμα Πωλήσεων της εταιρείας όπου έκανε σοβαρές προσπάθειες να προσελκύσει κεφάλαια προκειμένου να πετύχει την επέκταση των δραστηριοτήτων της.

Το 1984 ο Mc Nealy έγινε πρόεδρος της Sun σε προσωρινή βάση και μέσα σε λίγους μήνες σε ηλικία μόλις 30 ετών ανακηρύχτηκε CEO της εταιρείας.

Ο Mc Nealy διέθετε καλή γνώση ενός μεγάλου αριθμού πολλών και διαφορετικών κομματιών της εταιρείας κάτι το οποίο του επέτρεψε να διοικήσει αποτελεσματικά και να προχωρήσει σε μια σειρά από τεχνολογικές καινοτομίες οι οποίες στιγμάτισαν το χώρο της πληροφορικής.

Το σλόγκαν του Mc Nealy ήταν «Το διαδίκτυο είναι η πληροφορική».

Η πιο σημαντική ανακάλυψη του Mc Nealy παραμένει η ανάπτυξη της τεχνολογίας η οποία επέτρεπε σε ηλεκτρονικούς υπολογιστές να συνδέονται σε

κάποιο δίκτυο χωρίς τη χρήση καλωδίων κάτι το οποίο αύξησε τη δύναμη της εταιρείας σε τρομερά επίπεδα.

Το διαδίκτυο επέτρεψε στους Η/Υ να προσφέρουν μια τεράστια χρησιμότητα στην ανθρωπότητα όπως ακριβώς είχε συμβεί στο παρελθόν με τις ανακαλύψεις του ηλεκτρικού ρεύματος και των τηλεπικοινωνιών.

Ο Mc Nealy υπήρξε από τους πιο αμφιλεγόμενους ηγέτες στη βιομηχανία της πληροφορικής, αλλά ακόμη και οι σκληρότεροι επικριτές του αναγνωρίζουν τον καθοδηγητικό ρόλο που είχε στη διαμόρφωση του μέλλοντος του κλάδου.

Η αποχώρηση του από την ενεργό δράση αποτέλεσε το τέλος μιας ολόκληρης εποχής στην ιστορία της Ι.Τ. (Information Technology) Βιομηχανίας όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν αναλυτές του κλάδου.

Στον αντίποδα της προσφοράς και των θετικών γνωρισμάτων του Scott Mc Nealy βρίσκονται μια σειρά από συμπεριφορικά σφάλματα τα οποία διέπραξε κατά τη διάρκεια των πολλών ετών που βρισκόταν στην ηγεσία της Sun Microsystems και τα οποία οδήγησαν στην κατάρρευση της και στην αναγκαστική εξαγορά της από την εταιρεία Oracle.

Συμπεριφορικά Σφάλματα τα οποία οδήγησαν στην καταστροφή της Sun Microsystems.

Τα ψυχολογικά χαρακτηριστικά που διαθέτουν τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα ο CEO επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις που αυτά λαμβάνουν αναφορικά με τις επενδύσεις και τη χρηματοδότηση καθώς και άλλα ζητήματα που συνδέονται με την εύρυθμη λειτουργία των επιχειρηματικών οργανισμών.

Οι αποφάσεις που λαμβάνει ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) επηρεάζουν τα στελέχη που δραστηριοποιούνται σε όλα τα επίπεδα της εταιρείας.

Ο Διευθύνων Σύμβουλος της Sun Microsystems Scott Mc Nealy αποτελεί παράδειγμα υπερβολικής αισιοδοξίας η οποία τον οδήγησε στη διάπραξη του αντίστοιχου συμπεριφορικού σφάλματος (**overoptimism bias**).

Ο Scott Mc Nealy λόγω του προαναφερόμενου ψυχολογικού χαρακτηριστικού σε μια δύσκολη στιγμή για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας αρνήθηκε να πάρει μέτρα για τον περιορισμό του κόστους

παραγωγής των προϊόντων της Sun κάτι το οποίο είχε ως αποτέλεσμα την απότομη πτώση των κερδών της και ταυτόχρονα κατέστρεψε σημαντικό μέρος της αξίας της.

Ο CEO της Sun υπήρξε υπερβολικά αισιόδοξος όταν προέβλεπε ότι η ύφεση που χτύπησε την αγορά το 2001 θα ήταν σύντομη σε διάρκεια και θα τερματιζόταν απότομα.

Την ίδια χρονική περίοδο η σχετική πρόβλεψη από τον αρμόδιο φορέα, τον Εθνικό Φορέα Οικονομικής Έρευνας (**National Bureau of Economic Research**) έκανε λόγο για ύφεση 9μηνιαίας διάρκειας με σημείο εκκίνησης το Μάρτιο 2001 και σημείο τερματισμού το Νοέμβριο του ίδιου έτους.

Η ύφεση ήταν μεγαλύτερης διάρκειας για επιχειρήσεις οι οποίες είχαν εμπλακεί σε επιχειρηματικές επενδύσεις.

Η εταιρεία Sun είχε ως πελάτες τις άλλες εταιρείες. Όταν οι συγκεκριμένες εταιρείες αγόραζαν προϊόντα της εταιρείας ουσιαστικά πραγματοποιούσαν μια επιχειρηματική επένδυση.

Στη διάρκεια της ύφεσης του 2001 οι επενδύσεις σημείωσαν πτώση για έξι συνεχόμενα τετράμηνα χρονική περίοδος η οποία ήταν διπλάσια από την αντίστοιχη χρονική περίοδο πτώσης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (**Gross Domestic Product**).

Το ερώτημα που προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση είναι κατά πόσο η υπέρμετρη αισιοδοξία του CEO της Sun οδήγησε στην παραπλάνηση του. Με άλλα λόγια η πρόβλεψη του Mc Nealy αναφορικά με την ύφεση είχε κάποια λογική βάση έστω και αν αποδείχτηκε εσφαλμένη μετά την πραγματοποίηση του συμβάντος.

Η απάντηση βρίσκεται στο γεγονός ότι δεν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία τα οποία να πιστοποιούν ότι μια ύφεση θα έχει περιορισμένο χρονικό ορίζοντα. Ο manager της Sun όντως παραπλανήθηκε από την υπερβολική αισιοδοξία που τον διακατείχε γεγονός που τον οδήγησε σε καθυστέρηση περιορισμού του κόστους και ταυτόχρονα σε καταστροφή της αξίας της επιχείρησης που διοικούσε.

Η υπέρμετρη αισιοδοξία των στελεχών της Sun και ιδιαίτερα του CEO S. Mc Nealy ενισχύθηκε σημαντικά από την κερδοσκοπική αύξηση της τιμής της

μετοχής της εταιρείας κατά τη χρονική περίοδο 1997 – 2000, περίοδο της Χρηματιστηριακής φούσκας, η οποία αποτυπώθηκε με έναν δείκτη P/E $\frac{\text{price}}{\text{earnings}}$ ο οποίος υπερέβη κατά πολύ το 100 τιμή εύλογη για εταιρείας του μεγέθους της Sun.

Γίνεται εύκολα αντιληπτό από τα παραπάνω ότι η απόλυτη εμπιστοσύνη στις τιμές της αγοράς μπορεί να οδηγήσει ακόμη και τους managers των καλύτερων προθέσεων να λάβουν εσφαλμένες αποφάσεις για ζητήματα που συνδέονται με επενδύσεις, χρηματοδότηση, εξαγορές κ.α.

Από την άλλη πλευρά τα στελέχη της Sun και ιδιαίτερα ο CEO Scott Mc Nealy χαρακτηρίζουν από υπερβολική αυτοπεποίθηση (**overconfidence**) και στις δυο διαστάσεις τις οποίες αυτή περιλαμβάνει: αυτοπεποίθηση ως προς τις ικανότητες τους και αυτοπεποίθηση ως προς το επίπεδο των γνώσεων τους .

Σε σχετικό δημοσίευμα του περιοδικού **Business Week** χρησιμοποιήθηκαν δύο επίθετα για να περιγράψουν τον CEO της Sun : Cocky και Smart. Το επίθετο Cocky χρησιμοποιείται για να περιγράψει άτομα που έχουν εξαιρετικά υψηλή γνώμη σχετικά με τον εαυτό τους και τις ικανότητες τους.

Αναφορικά με το επίθετο Smart, κανείς δε μπορεί να αμφισβητήσει την εξυπνάδα των επιτελικών στελεχών μιας καταξιωμένης στο χώρο της επιχείρησης όπως η Sun Microsystems ωστόσο ο βαθμός της αντιληπτικής ικανότητας που στην πραγματικότητα διαθέταν μπορεί να ήταν μικρότερος από αυτόν που οι ίδιοι απέδιδαν στον εαυτό τους. Ο CEO Mc Nealy θεώρησε τον εαυτό του εξυπνότερο από τους αναλυτές της **Wall Street** και τους οικονομικούς συμβούλους της Sun οι οποίοι σε ομοφωνία με τους αναλυτές και με βάση προηγούμενα στατιστικά δεδομένα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κρίση δε θα ήταν σύντομη.

Συχνά η αυτοπεποίθηση που δείχνουν οι managers των εταιρειών είναι προϊόν των επιτυχιών που οι ίδιοι έχουν βιώσει κατά το παρελθόν.

Στο συγκεκριμένο παράδειγμα της εταιρείας Sun η αυτοπεποίθηση του CEO Scott Mc Nealy συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τις επιτυχημένες επιχειρηματικές αποφάσεις που είχε λάβει προγενέστερα με κυριότερη απ'

αυτές την απόφαση για την δημιουργία αυτόνομου **software** με απώτερο σκοπό να ανταγωνιστεί το software της καταξιωμένης εταιρείας **Microsoft**.

Το software που δημιούργησε η Sun με την ονομασία **Solaris** ήταν όντως ταχύτερο, περισσότερο αξιόπιστο και ασφαλέστερο και υπερτερούσε από αυτό των ανταγωνιστών της, γεγονός το οποίο έκανε τον Mc Nealy να μοιάζει στα μάτια των ανθρώπων της αγοράς πρότυπο C.E.O.

Επιπρόσθετα τα επιτελικά στελέχη τα οποία χαρακτηρίζονται από υπεραυτοπεποίθηση συνηθίζουν να λαμβάνουν «κακές» αποφάσεις αναφορικά με επενδύσεις συγχώνευσης και εξαγορές ιδιαίτερα εάν οι εταιρείες στις οποίες προσφέρουν τις υπηρεσίες τους διαθέτουν μεγάλη ρευστότητα.

Η εταιρεία Sun δαπάνησε μεγάλα ποσά για Έρευνα & Ανάπτυξη(**R&D**) κατά το έτος 2000 και ταυτόχρονα προέβη στην εξαγορά της εταιρείας **Cobalt**, κινήσεις οι οποίες πρέπει να εξεταστούν προσεκτικά, καθώς οδήγησαν σε δραματική μείωση της αξίας της επιχείρησης.

Το Μάρτιο του 2004 οι αναλυτές εξέδωσαν εξαιρετικά δυσμενείς αναφορές για την εταιρεία Sun Microsystems. Συγκεκριμένα κατά το χρονικό διάστημα 2001– 2004 υπήρξε πτώση των πωλήσεων της εταιρείας κατά 48% και πτώση της τιμής της μετοχής της από τα 64 δολάρια ανά μετοχή στα 4 δολάρια για το ίδιο διάστημα.

Η απάντηση του CEO της εταιρείας Scott Mc Nealy ήταν ότι η Sun είναι σχεδόν απίθανο να καταρρεύσει καθώς έχει στην κατοχή της περισσότερα από πέντε δισεκατομμύρια δολάρια σε μετρητά.

Όπως προαναφέραμε ,οι ευνοϊκές προβλέψεις του Mc Nealy αναφορικά με την ύφεση συνδέονται εκτός από το συμπεριφορικό σφάλμα της υπεραισιοδοξίας (**overoptimism bias**) και με αυτό της υπεραυτοπεποίθησης (**overconfidence bias**).

Ο Scott Mc Nealy όταν αναφερόταν σε μια ύφεση μικρής χρονικής διάρκειας η οποία θα χαρακτηριζόταν από μια απότομη πτώση που θα ακολουθούσαν από μια απότομη άνοδο διέπραττε το παραπάνω σφάλμα. Ωστόσο η ύφεση της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου ούτε σύντομη ήταν σε διάρκεια ούτε τερματίστηκε απότομα συγκριτικά με τις υφέσεις προηγούμενων χρονικών περιόδων.

Ένα από τα συμπεριφορικά σφάλματα τα οποία διέπραξε ο CEO της Sun Microsystems είναι και το σφάλμα της επιβεβαίωσης (**confirmation bias**).

Από τα τέλη του 2000 τα έσοδα της εταιρείας η οποία αποτελούσε τον ηγέτη στο κλάδο των Η/Υ, της **Cisco Systems** είχαν μειωθεί δραματικά, γεγονός που ώθησε τα στελέχη της Sun Microsystems να προτείνουν την εφαρμογή ενός προγράμματος περικοπής εξόδων, μείωσης του πλεονάζοντος προσωπικού, περιορισμού δαπανών για έρευνα και ανάπτυξη, παραγωγής φθηνότερων προϊόντων.

Η ηγετίδα επιχείρηση είχε ήδη προβεί σε μείωση του εργατικού της δυναμικού σε ποσοστό της τάξεως του 18%.

Αντίθετα ο CEO της Sun Microsystems Scott Mc Nealy αγνόησε τις συστάσεις των στελεχών της εταιρείας που βρίσκονταν σε υψηλές βαθμίδες της ιεραρχίας και αρνήθηκε να εγκρίνει οποιαδήποτε περικοπή κόστους. Αντίθετα προέβη σε αύξηση των εξόδων της εταιρείας αναλαμβάνοντας την παραγωγή νέων προϊόντων.

Το αποτέλεσμα της διάπραξης του συμπεριφορικού σφάλματος της επιβεβαίωσης οδήγησε τον Scott Mc Nealy στο να πάρει αποφάσεις οι οποίες συνέβαλλαν σε δραματική μείωση της αξίας της επιχείρησης που διοικούσε, της Sun Microsystems.

Ο CEO της εταιρείας Sun Microsystems υπερεκτιμώντας το βαθμό στον οποίο μπορεί να ελέγξει τα τεκταινόμενα στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι προέβη στη διάπραξη ενός ακόμη συμπεριφορικού σφάλματος αυτού της ψευδαίσθησης του ελέγχου (**illusion of control**).

Η διάπραξη του εν λόγω σφάλματος συνδέεται με την απόφαση του να παράξει η Sun δικά της microchips για τους διακομιστές (servers) τους οποίους κατασκευάζει αντί να προμηθευτεί τα αντίστοιχα εξαρτήματα από την εταιρεία Intel σε τιμή 30% μικρότερη από αυτή που απαιτούνταν για να πραγματοποιήσει τη δική της παραγωγή.

Παρά την επιμονή που έδειξαν πολλά από τα υψηλόβαθμα στελέχη της Sun για την προμήθεια των απαιτούμενων εξαρτημάτων από την εταιρεία Intel, ο CEO Scott Mc Nealy διαισθανόμενος ότι η σχεδιαστική ομάδα της Sun θα

αποκτούσε αρκετή δύναμη ικανή να καλύψει το κενό που απαιτούσε η ίδια παραγωγή αποφάσισε να προχωρήσει στην παραγωγική διαδικασία.

Μέσα στην επταετία που ακολούθησε τα microchips τα οποία παρήγαγε η Intel ήταν σε διπλάσιο βαθμό ταχύτερα από τα αντίστοιχα που παρήγαγε η Sun.

Ο CEO της Sun χαρακτήρισε εκ' των υστέρων τη συγκεκριμένη απόφαση του να μη συνεργαστεί με την Intel για την παραγωγή εξαρτημάτων για τους διακομιστές (servers) αλλά να προχωρήσει σε δική του παραγωγή ένα από τα πράγματα για τα οποία μετάνιωσε περισσότερο στη διάρκεια της καριέρας του.

Το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας (**Representativeness**) είναι ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα το οποίο θα μπορούσαμε να πούμε ότι διαπράχθηκε από το CEO της Sun Microsystems.

Η κύρια αιτία για τη διάπραξη του συγκεκριμένου σφάλματος ήταν η εξαιρετικά υψηλή γνώμη που ο Mc Nealy είχε διαμορφώσει αναφορικά με το διαδίκτυο και τη συμβολή του στην ανάπτυξη της Αμερικανικής Οικονομίας.

Συγκεκριμένα ο Mc Nealy υποστήριξε ότι το διαδίκτυο είναι λιγότερο προβεβλημένο και αξιοποιήσιμο και δε διαθέτει το απαιτούμενο πλαίσιο που είναι απαραίτητο για την αποτελεσματική λειτουργία του.

Ο Mc Nealy υποστήριξε ότι η χρήση του διαδικτύου επέφερε θεμελιώδης αλλαγές στην Αμερικανική Οικονομία και ταυτόχρονα υπήρξε ζωτικής σημασίας παράγοντας για την ανάπτυξη πολλών επιχειρήσεων.

Υιοθετώντας την αρχή της Αντιπροσωπευτικότητας θα μπορούσαμε να οδηγηθούμε στα συμπεράσματα ότι εξαιτίας της αυξανόμενης σημασίας του διαδικτύου στην οικονομία και επειδή οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο συγκεκριμένο τομέα βιώνουν σύντομες και απότομες αλλαγές στις επιχειρηματικές συνθήκες, ολόκληρη η Αμερικανική Οικονομία θα βιώσει σύντομες και απότομες αλλαγές και όχι επαναλαμβανόμενα μοτίβα (**rolling waves**).

Η εταιρεία Sun πρωταγωνίστησε και σε ένα δικαστικό αγώνα κατά της ανταγωνίστριας εταιρείας Microsoft ο οποίος απέσπασε εθνικό ενδιαφέρον και εξελίχθηκε τελικά σε προσωπική διαμάχη μεταξύ του CEO της εταιρείας Scott Mc Nealy και του ιδρυτή της Microsoft Bill Gates.

Τα υψηλόβαθμα στελέχη της Sun εξέφρασαν την ανησυχία τους ότι η συγκεκριμένη δικαστική διαμάχη αποσπούσε τον Mc Nealy από το να συγκεντρωθεί στην κάλυψη των αναγκών των πελατών της.

Οι πελάτες της Sun συγκεκριμένα ζητούσαν χαμηλού κόστους servers προκειμένου να περιορίσουν τις δαπάνες τους στη διάρκεια της καθοδικής πορείας της οικονομίας.

Τον Απρίλιο του 2004 οι εταιρείες Sun και Microsoft ανακοίνωσαν από κοινού ότι η Sun παραιτείται της δικαστικής διαμάχης με ανταλλάγματα έναν οικονομικού χαρακτήρα διακανονισμό και μια τεχνολογική συμφωνία. Τον Ιούλιο του ίδιου έτους η Sun προσέφερε στους πελάτες της servers χαμηλού κόστους και ο CEO Mc Nealy ισχυριζόταν ότι η εταιρεία ήταν περισσότερο συγκεντρωμένη στους στόχους της απ' ότι οι ανταγωνιστές της.

Η εταιρεία Sun στην πιο επιτυχημένη χρονική της περίοδο είχε επιτύχει ρυθμό ανάπτυξης των κερδών 50% ανά τετράμηνο πολύ ταχύτερα συγκριτικά με τις ανταγωνίστριες εταιρείες Microsoft, Intel και Dell.

Ο παραπάνω ρυθμός ανάπτυξης δεν ήταν σταθερός σε μόνιμη βάση.

Τα επιτελικά στελέχη της Sun «αγκιστρώθηκαν» στο συγκεκριμένο ποσοστό και στο μέλλον ακόμη και αν επιχείρησαν να προσαρμόσουν τις προβλέψεις τους σε πιθανές πτωτικές κινήσεις ψυχολογικά ήταν εκτεθειμένοι στο να μην μπορούν να προσαρμοστούν επαρκώς στα νέα χαμηλότερα ποσοστά.

Τα στελέχη της Sun υιοθέτησαν έτσι τον ευριστικό κανόνα της αγκυροβόλησης (**Anchoring**) ο οποίος συνδέεται με την προσκόλληση σε προγενέστερα θετικά επιχειρηματικά αποτελέσματα και την εσφαλμένη χρησιμοποίησή τους ως γνώμονα μελλοντικής ανάπτυξης.

Ένας ακόμα ευριστικός κανόνας που υιοθέτησαν τα επιτελικά στελέχη της Sun είναι η επίδραση του συναισθήματος (**Affect Heuristic**) κατά την πραγματοποίηση εξαγορών για λογαριασμό της εταιρείας.

Το κυριότερο κριτήριο που χρησιμοποιήθηκε για την διενέργεια εξαγορών όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο Michael Lehman μέλος του Δ.Σ. των μετόχων και Οικονομικός Διευθυντής (Chief Financial Officer) της εταιρείας, ήταν η

διαίσθηση των στελεχών αναφορικά με την τιμολόγηση της εκάστοτε εξαγοράς, παρά οι κανόνες που ισχύουν στη Χρηματοοικονομική.

Συγκεκριμένα ο Lehman επεσήμανε ότι τα στελέχη της Sun θα έπρεπε κατά την πραγματοποίηση κάθε εξαγοράς να λαμβάνουν υπόψιν ότι για κάθε δολάριο που επενδύουν θα πρέπει να εισπράττουν ως απόδοση παρούσα αξία τουλάχιστον ενός δολαρίου.

Τα στελέχη της Sun σε αντίθεση με την παραπάνω πρακτική που βασίζεται στην προεξόφληση χρηματοροών, έδωσαν έμφαση στο πως μια εξαγορά θα αυξήσει τις συνολικές ικανότητες της εταιρείας και πως αυτή η αύξηση θα συνεισφέρει στην ενίσχυση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η διαίσθηση και η εμπειρία είναι πολύ σημαντικά χαρακτηριστικά για ένα στέλεχος που καλείται να προβεί σε κάποια εξαγορά.

Ωστόσο η εμπειρία κάθε στελέχους δε μπορεί σε καμιά περίπτωση να υποκαταστήσει την πραγματοποίηση μιας προσεκτικής ανάλυσης βασισμένης στους κανόνες της Χρηματοοικονομικής.

Οι εξαγορές οι οποίες φαίνονταν ως σωστές σε κάποια από τα επιτελικά στελέχη της εταιρείας μπορεί να είχαν αρνητική καθαρή παρούσα αξία.

Η περίπτωση της εξαγοράς της εταιρείας **Cobalt Networks inc** από τη Sun το Σεπτέμβριο του 2000 αποτελεί ένα τέτοιο παράδειγμα.

Μέχρι τη στιγμή που αποφασίστηκε η εν λόγω εξαγορά οι πελάτες της Sun ζητούσαν από την εταιρεία φθηνότερους servers επηρεασμένες από τις περιπτώσεις ανταγωνιστριών εταιρειών όπως η Intel και η Linux οι οποίες αποτελούσαν την ανερχόμενη δύναμη στο χώρο του software.

Ο πρόεδρος της Sun Edward J. Zander κατάφερε να πείσει τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας να συμφωνήσουν στην πραγματοποίηση της αξίας των 2 εκατομμυρίων δολαρίων εξαγοράς της Cobalt η οποία είχε εντοπίσει τον τρόπο να πραγματοποιεί σημαντικά περιθώρια κέρδους της τάξεως του 51% πουλώντας εξειδικευμένους servers «Lintel» που της κόστιζαν μόλις 1500 δολάρια ανά τεμάχιο. Με τη βοήθεια των 8.000 πωλητών της εταιρείας ο Πρόεδρος Zander θεώρησε ότι θα μπορούσε να δώσει σημαντική

ώθηση στις πωλήσεις της εταιρείας Cobalt και ταυτόχρονα θα τη βοηθούσε να μάθει πώς να ανταγωνίζεται με εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων.

Ωστόσο, οι προσδοκίες του Zander δεν εκπληρώθηκαν ποτέ καθώς η υπό εξαγορά εταιρεία Cobalt δέχτηκε «επίθεση» από τα επιτελικά στελέχη της Sun τα οποία ήταν υπέρμαχοι της παραγωγής των Servers χρησιμοποιώντας παλαιού τύπου μεθόδους και δεν επιθυμούσαν να επενδύσουν στην πιο πρόσφατη τεχνολογία, η οποία έθετε σε κίνδυνο την επιβίωσή τους στα πλαίσια της εταιρείας.

Ο Stephen W. De Witt, ο αφελής εκτελεστικός διευθυντής της Cobalt έγινε γνωστός εμπαικτικά ως η «δύο δισεκατομμυρίων δολαρίων ξανθομαλλούσα». Όταν ήρθε η ώρα να συνταχθούν οι προϋπολογισμοί της εταιρείας Cobalt εντοπίστηκαν επαναλαμβανόμενες περικοπές και διακοπές ανάπτυξης προϊόντων. Ο επιθυμητός στόχος δεν είχε τελικά επιτευχθεί όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο επί σειρά ετών πρώην διευθυντής πωλήσεων της Sun (συνταξιοδοτήθηκε το 2002) Masood Jabbar. Η κουλτούρα της εταιρείας δεν επέτρεψε να συμβεί κάτι τέτοιο.

Ο CEO Scott Mc Nealy δήλωσε ότι η εξαγορά της Cobalt ήταν τελικά μια λανθασμένη κίνηση. Όπως χαρακτηριστικά ανέφερε υπήρξαν μερικοί συνεργάτες του οι οποίοι θεωρούσαν ότι αποτέλεσε καλή ιδέα και αυτός εσφαλμένα τους εμπιστεύτηκε.

Η παραπάνω περιγραφή αποτελεί επιβεβαίωση ότι ο Mc Nealy διέπραξε ένα ακόμη γνωστικό συμπεριφορικό σφάλμα, αυτό της προβολής (**projection bias**), μεταθέτοντας ουσιαστικά την εσφαλμένη επιχειρηματική του απόφαση και την ευθύνη για την υλοποίηση της στα στελέχη με τα οποία συνεργαζόταν στα πλαίσια της εταιρείας.

Στην κατηγορία των συμπεριφορικών σφαλμάτων που πραγματοποίησε ο Διευθύνων Σύμβουλος της Sun ανήκει και το «εκ των υστέρων» σφάλμα (**hindsight bias**). Σε μια συνέντευξή του στο Business Week (1 Απριλίου 2002) δήλωσε ότι η μετοχή της εταιρείας ήταν εξαιρετικά υπερτιμημένη όταν έφτασε στην κορυφαία τιμή των 64 δολαρίων δύο χρόνια πριν, το 2000. Για το λόγο αυτό αποφάσισε να πουλήσει μετοχές της Sun που κατείχε, αξίας 100 εκατομμυρίων δολαρίων στο τέλος του οικονομικού έτους τον Ιούνιο του 2000.

Ο Mc Nealy στη δεδομένη χρονική στιγμή απέφυγε να εξασκήσει πρόωρα τα δικαιώματα επί των μετοχών του τα οποία έληγαν το 2002 και τα οποία έχασαν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους τη στιγμή που αποφάσισε να τα εξασκήσει.

Το «εκ των υστέρων» σφάλμα συνδέεται με το γεγονός ότι ο CEO της Sun προσπάθησε στη συνέντευξή του να πείσει ότι γνώριζε δύο χρόνια πριν ότι η τιμή της μετοχής της εταιρείας ήταν υπερτιμημένη και για το λόγο αυτό αποφάσισε να μην προχωρήσει σε πρόωρη εξάσκηση των δικαιωμάτων επί των μετοχών που είχε στην κατοχή του.

Με τον τρόπο αυτό ο Mc Nealy είδε ένα γεγονός το οποίο δεν ήταν ούτε προφανές ούτε σίγουρο εκ των προτέρων ως προφανές και σίγουρο εκ των υστέρων διαπράττοντας έτσι το αντίστοιχο συμπεριφορικό σφάλμα (hindsight bias).

Τα γνωστικά και συναισθηματικά συμπεριφορικά σφάλματα που διαπράχθηκαν από το CEO και τα υπόλοιπα επιτελικά στελέχη της Sun Microsystems καθώς και οι ευριστικοί κανόνες που υιοθετήθηκαν απ' αυτούς ήταν καθοριστικής σημασίας για την κατάρρευση του επιχειρηματικού αυτού κολοσσού καθώς και για την μετέπειτα εξαγορά του από την εταιρεία Oracle.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με τους αναλυτές της αγοράς η Sun θα μπορούσε να έχει εξελιχθεί σε έναν από τους γίγαντες της IT Βιομηχανίας συναγωνιζόμενη επτάξια εταιρείες κολοσσούς όπως η IBM και η Microsoft.

Πολλές από τις επιχειρηματικές ιδέες των στελεχών της Sun όπως το διαδίκτυο (networking), το σύστημα Java, το σύστημα ανοικτού κώδικα (open source) είχαν αρχικά παρουσιαστεί στην αγορά από τη Sun Microsystems.

Στη διάρκεια των χρόνων τα συμπεριφορικά σφάλματα των στελεχών της εταιρείας και ιδιαίτερα του CEO Scott Mc Nealy την οδήγησαν σε μια σειρά από λανθασμένες επιχειρηματικές κινήσεις και αποφάσεις οι οποίες είχαν καθοριστικό ρόλο στην μετέπειτα καθοδική της πορεία και τελικά στην κατάρρευσή της.

Η Sun απέτυχε να εκμεταλλευτεί επαρκώς τα τεχνολογικά μέσα που είχε στη διάθεσή της και ταυτόχρονα δεν κατόρθωσε να προσαρμοστεί στις απαιτήσεις ενός διαρκώς μεταβαλλόμενου επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

Τα επιτελικά στελέχη της Sun και ο CEO Scott Mc Nealy είχαν πολύ καλές ιδέες σε θεωρητικό επίπεδο, όταν όμως ερχόταν η στιγμή για την υλοποίησή τους δυσκολεύονταν, «έμεναν πίσω» όταν έπρεπε να κινηθούν μπροστά όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο Gary Feuerstein, ο Αντιπρόεδρος IT στην εταιρεία Premier Inc, μια εταιρεία με έδρα το San Diego, η οποία διοικούσε 1.500 νοσοκομεία.

Η καταλυτική παρουσία του Διευθύνοντος Συμβούλου της Sun Scott Mc Nealy εκφράστηκε μέσα από την ανάληψη ριψοκίνδυνων επιχειρηματικών αποφάσεων καθώς και μέσα από την υιοθέτηση καινοτόμων ιδεών που στη συνέχεια εφαρμόστηκαν από κολοσσούς της παγκόσμιας βιομηχανίας της πληροφορικής όπως η Microsoft και η IBM.

Ωστόσο τα συμπεριφορικά σφάλματα των επιτελικών στελεχών της Sun και κυρίως του Διευθύνοντος Συμβούλου της που βρίσκονται στον αντίποδα των τεχνολογικών καινοτομιών που πέτυχε η εταιρεία, δε στάθηκαν μόνο εμπόδιο στην περαιτέρω ανάπτυξή της αλλά ουσιαστικά συνέβαλλαν αποφασιστικά στην καταστροφή της αξίας που είχε δημιουργήσει για τους μετόχους της.

Η υπεραισιοδοξία αναφορικά με τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, η υπεραυτοπεποίθηση των στελεχών η οποία οδηγούσε σε λανθασμένες αποφάσεις εξαγορών, το σφάλμα της επιβεβαίωσης λόγω της στήριξης σε οικονομικά δεδομένα του παρελθόντος, η ψευδαίσθηση του βαθμού στον οποίο θα μπορούσαν να ελέγξουν τα δεδομένα της παραγωγικής διαδικασίας, το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας λόγω παραλληλισμού των αλλαγών στην οικονομία και των αλλαγών στο διαδίκτυο, η αγκίστρωση σε υψηλά ποσοστά κερδών του παρελθόντος, η στήριξη αποφάσεων που αφορούν την τιμολόγηση στο συναίσθημα και όχι στους κανόνες της Χρηματοοικονομικής, η επίρριψη ευθυνών για τυχόν λανθασμένες αποφάσεις σε άλλους είναι μερικά από τα συμπεριφορικά σφάλματα που συνθέτουν την εικόνα καταστροφής της εταιρείας

Sun Microsystems, μιας εταιρείας με καταλυτική παρουσία στο χώρο της Πληροφορικής.

Μελέτη Περίπτωσης Νο2

WorldCom

Ιστορικό: Το 1983 ο Bernie Ebbers μαζί με μια ομάδα φίλων του ίδρυσε μια εταιρεία υπεραστικών τηλεπικοινωνιών με την επωνυμία Long Distance Discount Service (LDDS). Ο B. Ebbers παρόλο που δεν ήταν εξοικειωμένος με τις τηλεπικοινωνίες (προερχόταν από το χώρο των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων) και θα μπορούσε εύκολα να χαρακτηριστεί «φοβισμένος» απέναντι στην τεχνολογία, επιχειρούσε να πραγματοποιήσει μια είσοδο στο συγκεκριμένο χώρο μέσω της πραγματοποίησης εντυπωσιακών εξαγορών οι οποίες δεν είχαν πραγματοποιηθεί ξανά ούτε στις Ηνωμένες Πολιτείες ούτε και πουθενά σε ολόκληρο τον κόσμο.

Δύο χρόνια μετά την ίδρυση της L.D.D.S. ο Ebbers έγινε Διευθύνων Σύμβουλος και κατόπιν Πρόεδρος της. Στη συνέχεια ξεκίνησε να αγοράζει μικρού μεγέθους εταιρείες υπεραστικών τηλεπικοινωνιών και μέσα σε δέκα έτη είχε εξαγοράσει περισσότερες από 60 ανεξάρτητες εταιρείες τηλεπικοινωνιών. Το 1995 η εταιρεία μετονομάστηκε σε WorldCom. Η πολιτική των εξαγορών την οποία ο Ebbers είχε εγκαινιάσει το 1985 συνεχίστηκε με την εξαγορά της **MCI Communications Corp** το Σεπτέμβριο του 1998.

Η επιτυχημένη πορεία της εταιρείας επισφραγίστηκε μέσα από το χαρακτηρισμό της ως «εταιρεία της χρονιάς» από το Αμερικάνικο Εμπορικό Επιμελητήριο το 1998. Ο Ebbers παρομοιάστηκε λόγω της εκπληκτικής ανοδικής του πορείας στο χώρο των τηλεπικοινωνιών με τους βιομηχανικούς τυφώνες του 19^{ου} αιώνα.

Η Word Com δεν αντιμετώπιζε ζητήματα διενέξεων σε ότι αφορά την εκπροσώπηση συμφερόντων σε επίπεδο μετόχων και στελεχών (Agency Conflicts) καθώς υπήρξε πλήρης ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων της εταιρείας και των επιτελικών της στελεχών σε τέτοιο βαθμό ώστε ο Ebbers χαρακτηρίστηκε «υπηρέτης των μετόχων του».

Το 1999 ο Ebbers ανακοίνωσε την προσπάθεια της εταιρείας του MCI World Com να εξαγοράσει την αντίπαλο εταιρεία **Sprint Communications** έναντι του αστρονομικού ποσού των εκατόν δεκαπέντε δισεκατομμυρίων δολαρίων, συμφωνία η οποία αποτέλεσε την κορυφαία στην ατζέντα των εξαγορών που πραγματοποίησε η εταιρεία.

Οι προσπάθειες του Ebbers να εξαγοράσει μικρές εταιρείες τηλεπικοινωνιών στο Mississippi απέτυχαν κυρίως λόγω των περιορισμών που έθεταν η Αμερικάνικη και η Ευρωπαϊκή Νομοθεσία στο συγκεκριμένο ζήτημα.

Μια πτώση στην αγορά των Τηλεπικοινωνιών έθεσε ένα τέρμα σε άλλα μεγάλα σχέδια της εταιρείας για εξαγορές και είχε μια καταστροφική επίδραση τόσο για την ίδια όσο και για τον πρόεδρο και ιδρυτή της Bernie Ebbers.

Η πτώση αυτή αποτυπώθηκε στην τιμή της μετοχής της WorldCom η οποία από την κορυφή των \$ 64,50 το 1999 έπεσε το 2002 , όταν Ebbers είχε πλέον παραιτηθεί, στα \$ 1,79 γεγονός το οποίο ήταν καταστροφικό για ένα «ξεφάντωμα» εξαγορών που είχε προηγηθεί και στηριζόταν στην αξία της τιμής της μετοχής της.

Στις 25 Μαΐου του 2002 η World Com παραπέμφθηκε για παραποιήσεις Λογιστικών Καταστάσεων ύψους 3,85 δισεκατομμυρίων δολαρίων και ο πρόεδρος και ένας εκ των συνιδρυτών της Bernie Ebbers για απάτη μέσω αξιόγραφων καθώς και για παραποίηση Λογιστικών Καταστάσεων με ταυτόχρονη παραβίαση της Νομοθεσίας περί αξιόγραφων, γεγονός το οποίο οδήγησε στην επιβολή ποινής κάθειρξης 25 ετών (**How they blow it – Jamie & Tony Goodwin**).

Συμπεριφορικά σφάλματα (Biases), ευριστικοί κανόνες (Heuristics) και διαμάχες σε θέματα εκπροσώπησης (Agency Conflicts) τα οποία οδήγησαν στην καταστροφή της World Com.

Η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση (**overconfidence**) καθώς και η εμπιστοσύνη στις ικανότητές του, οι οποίες χαρακτήριζαν τον Πρόεδρο και εκ των συνιδρυτών της εταιρείας World Com Bernie Ebbers, ήταν ένας από τους βασικούς λόγους που τον ώθησαν στην πραγματοποίηση ενός υπερβολικά

μεγάλου αριθμού εξαγορών εταιρειών τηλεπικοινωνιών και ταυτόχρονα η βασική συνιστώσα για την καταστροφή της εταιρείας.

Ο Ebbers καθοδηγούμενος από την υπέρμετρη αυτοπεποίθηση είχε πάντα την τάση να πληρώνει περισσότερα χρήματα συγκριτικά με την πραγματική αξία των υπό εξαγορά επιχειρήσεων μόνο και μόνο για να αναδειχθεί «νικητής» μέσα από τη συγκεκριμένη διαδικασία.

Το παραπάνω συμπεριφορικό φαινόμενο είναι γνωστό ως η «κατάρα του νικητή» (**winners curse**).

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της εξαγοράς της **MCI** μια από τις σημαντικότερες εξαγορές που πραγματοποίησε ο Ebbers και για την οποία προσέφερε \$ 30 δις σε μετοχές της World Com και \$ 5 δις συνεισφορά στο χρέος της MCI, διαμορφώνοντας τη συνολική προσφορά του στα \$ 35 δις .

Η συγκεκριμένη προσφορά αποτελούσε αντιπρόταση στην προσφορά που είχε αρχικά υποβάλλει η εταιρεία **British Telecom** και η οποία ανερχόταν στα \$19 δις.

Από τη παραπάνω ανάλυση γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η προσφορά που υπέβαλλε ο Ebbers ήταν 1.8 φορές μεγαλύτερης αξίας από την προσφορά που είχε υποβάλλει η British Telecom. Η MCI αποδέχτηκε τελικά την πρόταση της World Com μετατρέποντάς την σε μια εξαιρετικά σημαντική, παγκόσμιας εμβέλειας, εταιρεία τηλεπικοινωνιών.

Ο Ebbers διέπραξε ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα, αυτό της υπέρμετρης αισιοδοξίας (**excessive optimism**), κάτι το οποίο διαφαίνεται από τη δήλωση που έκανε το Μάιο του 2002 μετά την αιφνίδια πτώση που παρουσίασε η εταιρεία (η μετοχή της από τα \$64,50 έπεσε στα \$ 1,79) και ενώ ο ίδιος είχε παραιτηθεί από την εταιρεία ότι ήταν 100% πεπεισμένος μέσα από την καρδιά του ότι η δυσάρεστη αυτή κατάσταση ήταν κάτι παροδικό.

Ωστόσο, δύο μήνες αργότερα και παρά τον ανεξάντλητο ενθουσιασμό που είχε επιδείξει προηγουμένως ο Ebbers, η εταιρεία δήλωσε πτώχευση σημειώνοντας μια από τις μεγαλύτερες χρεοκοπίες στην ιστορία της Αμερικής.

Ο Ebbers πιστεύοντας ότι διαθέτει ικανότητες που τον διαφοροποιούν από το μέσο όρο των στελεχών τα οποία δραστηριοποιούνται στο χώρο των Τηλεπικοινωνιών, διέπραξε ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα, αυτό της

ψευδαίσθησης του ελέγχου (**illusion of control**), θεωρώντας ότι είναι σε θέση να ασκήσει μεγαλύτερο έλεγχο στα πραγματοποιούμενα, λόγω εξαγορών, επιχειρηματικά αποτελέσματα αυξάνοντας έτσι σημαντικά το κόστος λειτουργίας της World Com.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η χρησιμοποίηση από τον Ebberts, κατά την φαινομενικά ανοδική χωρίς τέλος πορεία της εταιρείας, των μετοχών της ως «ενέχυρο» για τη χρηματοδότηση των λοιπών επιχειρηματικών του δραστηριοτήτων.

Η παραπάνω ωστόσο κίνηση είχε ως αποτέλεσμα όταν η τιμή της μετοχής παρουσίασε πτώση, την απαίτηση από την πλευρά των δανειστών, που είχαν αποδεχτεί τις μετοχές της World Com ως ενέχυρο, για επιστροφή των δανείων κάτι το οποίο έδωσε το σύνθημα για «μαγείρεμα» των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της εταιρείας. Συγκεκριμένα ο Ebberts ακολούθησε φιλελεύθερη πολιτική σε ότι αφορά τις γενικά αποδεκτές Λογιστικές Πρακτικές (**generally accepted accounting practices**) κατά την προετοιμασία των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της World Com.

Προκειμένου να δείξει ότι τα κέρδη της εταιρείας αυξάνονταν κατέγραψε \$1,4 εκατομύρια σε περιουσιακά στοιχεία τα οποία αποκτήθηκαν συμπεριλαμβάνοντας στο κόστος της εταιρείας τα έξοδα τα οποία αναμένονταν να πραγματοποιηθούν στο μέλλον.

Το αποτέλεσμα αυτής της ενέργειας ήταν η παρουσίαση μεγαλύτερων απωλειών στο τρέχων τετράμηνο αλλά μικρότερων στα επόμενα, δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό μια εικόνα ότι τα κέρδη της εταιρείας μακροπρόθεσμα παρουσίαζαν βελτίωση.

Η εξαγορά της MCI έδωσε στη World Com μια ακόμη «λογιστική» ευκαιρία: μειώνοντας τη λογιστική αξία (**book value**) μερικών περιουσιακών στοιχείων της MCI κατά αρκετά δις δολάρια αύξανε κατά το ίδιο ύψος την αξία του «**good will**» στο οποίο συμπεριλαμβάνονται άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως για παράδειγμα η εταιρική φήμη (**brand name**).

Η παραπάνω διαδικασία επέτρεψε στη World Com να χρεώνει λιγότερα έξοδα συγκριτικά με τα πραγματοποιούμενα κέρδη επιμερίζοντας τα μεγάλα έξοδα στη διάρκεια δεκαετιών αντί κάποιων ετών.

Το τελικό αποτέλεσμα των παραπάνω ενεργειών ήταν εξαιρετικά θετικό για τη World Com: Μείωση των ετήσιων εξόδων της, αξιοποίηση όλων των εσόδων της αποκτηθείσας εταιρείας MCI καθώς και ενίσχυση των κερδών τα οποία προέκυψαν από τη συγχώνευση. Οι managers της World Com τροποποίησαν και το ποσό των χρημάτων το οποίο οι πελάτες όφειλαν στην εταιρεία.

Για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα τα επιτελικά στελέχη της εταιρείας επέλεξαν να αγνοήσουν τις λίστες με τους πελάτες που όφειλαν χρήματα σ' αυτή.

Με τον τρόπο αυτό οι ενέργειες των managers έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη λογιστική διαχείριση των οφειλών των πελατών σε δύο κυρίως διαστάσεις: Αρχικά συνεισέφεραν στην συγκέντρωση κεφαλαίων που απαιτούνται για την κάλυψη χρεών.

Όσο μικρότερη ήταν η υπόθεση που έκαναν οι managers για τους μη εισπραχθέντες λογαριασμούς από πελάτες τόσο μικρότερο ήταν το κεφάλαιο το οποίο απαιτούνταν να συγκεντρωθεί για την κάλυψη τυχόν επισφαλειών από μη συνεπείς πελάτες. Το αποτέλεσμα ήταν η επίτευξη υψηλότερων κερδών για τη World com.

Σε ένα δεύτερο επίπεδο η εταιρεία εκχωρώντας την είσπραξη των οφειλών της σε άλλες εταιρείες συνέβαλε στη συγκέντρωση κεφαλαίου και οφειλών πελατών τα οποία ήταν ανείσπρακτα από την εταιρεία.

Οι παραπάνω πρακτικές που υιοθέτησε ο Ebberts και τα λοιπά επιτελικά στελέχη της επιχείρησης για όσο χρονικό διάστημα εφαρμόστηκαν συντέλεσαν στη διατήρηση της τιμής της μετοχής της World Com σε υψηλά επίπεδα καθώς και στη μεγιστοποίηση των οικονομικών πλεονεκτημάτων των εξαγορών που είχαν πραγματοποιήσει αλλά και στον αντίστοιχο περιορισμό των τυχόν αρνητικών στοιχείων.

Η World Com και η Wall Street αγνόησαν τα ζητήματα ενοποίησης που προέκυπταν μέσω των εξαγορών από την εταιρεία ενός μεγάλου αριθμού ομοειδών επιχειρήσεων και κατ' επέκταση την ανάγκη για τη δημιουργία μιας ενιαίας και λειτουργικά άρτιας επιχείρησης καθώς οι συγκεκριμένες εξαγορές

επέτρεπαν τη συνεχή άνοδο της τιμής της μετοχής της, γεγονός το οποίο ήταν ιδιαίτερα ευχάριστο για όλους τους εμπλεκόμενους.

Η αρχή του τέλους για τις παραπάνω πρακτικές ήρθε το 2000 όταν η κυβέρνηση απαγόρευσε την εξαγορά από την World Com της εταιρείας Sprint χωρίς προηγουμένως να υπάρξει εφαρμογή στρατηγικής ενοποίησης με την υπό εξαγορά εταιρεία κάτι το οποίο μέχρι τότε η World Com απέφευγε να εφαρμόσει.

Η αποτυχία της world Com να υλοποιήσει την εξαγορά της Sprint οδήγησε τον Ebbers και τα λοιπά επιτελικά στελέχη της World Com στο δίλλημα μεταξύ του να δημιουργήσουν αξία για την επιχείρηση από προηγούμενες πραγματοποιηθείσες εξαγορές με πιθανή την απώλεια της αξίας της μετοχής της ή στο να αναζητήσουν νέους δημιουργικούς τρόπους για να διατηρήσουν και να αυξήσουν την τιμή της μετοχής.

Η δεύτερη διάσταση της εκπροσώπησης συμφερόντων (**Agency Conflicts**) η οποία συνδέεται με τη δημιουργία φιλικών σχέσεων μεταξύ των επιτελικών στελεχών μιας εταιρείας (World Com) και των αναλυτών που είναι αρμόδιοι για να αξιολογήσουν την εταιρεία (στην προκειμένη περίπτωση των στελεχών της Wall Street) φάνηκε να παίρνει σάρκα και οστά στη φιλική σχέση η οποία αναπτύχθηκε μεταξύ του B. Ebbers και του Jack Grubman Αναλυτή Τηλεπικοινωνιών της εταιρείας Salomon Smith Barney's.

Η φιλική αυτή σχέση χρονολογείται από την εποχή που ο Ebbers διοικούσε την L.D.D.S Communications την εταιρεία που προηγήθηκε της World Com.

Ο Grubman άρχισε να προωθεί υπερβολικά την εταιρεία και οι επενδυτές που ακολουθούσαν τις συμβουλές του για αγορά των μετοχών της αποζημιώνονταν συμβάλλοντας ταυτόχρονα στην άνοδο της τιμής της μετοχής στα πιο υψηλά της επίπεδα καθώς και στην ενίσχυση της φήμης και των οικονομικών απολαβών του συγκεκριμένου αναλυτή.

Είναι χαρακτηριστικό ότι το 1999 το **Institutional Investing Magazine** τον ιεράρχησε ως το νούμερο ένα αναλυτή της χρονιάς και αντίστοιχα το **Business Week** του προσέδωσε το τίτλο ενός από τους πιο δυνατούς «παίκτες» στη Wall Street.

Οι επενδυτές αντιμετώπιζαν πάντα με επιφύλαξη και αρκετά συχνά με καχυποψία τις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των αναλυτών και των εταιρειών που καλούνται να αξιολογήσουν.

Στο βαθμό που οι προτάσεις των αναλυτών είναι ορθές, η ανάπτυξη στενών σχέσεων μεταξύ εταιρειών και αναλυτών χαρακτηρίζεται από μια θετική εσωτερική ποιότητα ενώ στην αντίθετη περίπτωση δημιουργεί υποψίες διαφθοράς.

Ο Grubman είχε αναπτύξει πολύ στενές σχέσεις με τον Ebbbers σε τέτοιο βαθμό ώστε συμμετείχε και σε Διοικητικά Συμβούλια στα Κεντρικά γραφεία της World Com.

Οι αναλυτές των ανταγωνιστικών εταιρειών της World Com ήταν ιδιαίτερα θορυβημένοι από τέτοιου είδους οικειότητες.

Ο Grubman «αποζημίωνε» τα επιτελικά στελέχη της World Com για τις «στενές» σχέσεις που είχαν αναπτύξει μαζί του.

Τόσο ο Ebbbers όσο και ο Οικονομικός Διευθυντής της εταιρείας Scott Sullivan είχαν προνομιακή προτίμηση στις αρχικές δημόσιες εγγραφές (**Initial Public Offering**) των δημοπρασιών με την ανοχή της Επιτροπής Χρηματιστηρίου και Αξιόγραφων προκαλώντας την οργή πολλών μικροεπενδυτών.

Μέσω αυτής της προνομιακής μεταχείρισης ο Ebbbers κέρδισε 11 εκατομμύρια δολάρια σε κέρδη συναλλαγών για μια χρονική περίοδο διάρκειας τεσσάρων ετών σε μετοχές από αρχικές δημόσιες εγγραφές που είχε λάβει από την Salomon Smith Barney σε αντίθεση με τον Sullivan που έχασε 13.000 δολάρια από την ίδια διαδικασία.

Η φιλική σχέση του αναλυτή Grubman με τον CEO Ebbbers παρείχε σημαντική βοήθεια στους επενδυτές της εταιρείας κατά το χρονικό διάστημα 1995 – 1999.

Πολλοί ήταν αυτοί οι οποίοι εμπιστεύτηκαν το κύρος το οποίο ο Grubman είχε στα πλαίσια της εταιρείας και υιοθέτησαν τις επενδυτικές του προτάσεις με απώτερο σκοπό την οικονομική επιτυχία.

Το 2000 σε ένα άρθρο που δημοσιεύτηκε στο περιοδικό Business Week έδειξε να διακωμωδεί τον ηθικό κανόνα ο οποίος συνδεόταν με τα συμφέροντα

Εκπροσώπησης (**Agency Conflicts**) δηλώνοντας χαρακτηριστικά ότι αυτό το οποίο μέχρι πρότινος αποτελούσε διένεξη τώρα είναι συνέργια.

Στην πορεία όταν η μετοχή της World Com άρχισε να κινείται πτωτικά ο Grubman διατήρησε τον ενθουσιασμό του αναφορικά με την εταιρεία καθώς και την υψηλή αξιολόγηση που είχε κάνει γι' αυτήν.

Στις 18 Μαρτίου του 2002 ωστόσο αύξησε την εκτίμηση κινδύνου (**Risk Rating**) για την εταιρεία.

Την ίδια στιγμή η μετοχή της World Com έπεσε σχεδόν κατά 90% συγκριτικά με τις υψηλότερες αποδόσεις των δύο προηγούμενων ετών.

Στις 22 Απριλίου ο Grubman δήλωσε ότι η πτώση της εταιρείας ήταν περισσότερο δυνατή και καταστροφική από ότι περίμεναν.

Επιπρόσθετα μια επίσημη δήλωση της Salomon Smith Barney δυο εβδομάδες αργότερα αντικρούει την ιδέα ότι η ανάλυση του Grubman αποτελούσε προϊόν διαμάχης.

Συγκεκριμένα ανέφερε ότι ο Grubman δεν ήταν ο μόνος ο οποίος είχε δείξει ενθουσιασμό για τις μελλοντικές προοπτικές της World Com.

Η κάλυψη που παρείχε στην εταιρεία κατέληγε η ανακοίνωση ,στηρίχτηκε αποκλειστικά στην συγκέντρωση πληροφοριών που εξασφάλισε κατά τη διάρκεια της ανάλυσης του και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούσε προϊόν ανάπτυξης προσωπικών σχέσεων με στελέχη της.

Στις 15 Αυγούστου του 2002 ο Grubman παραιτήθηκε από τη Salomon Smith Barney και στην επιστολή της παραίτησης του δήλωσε ότι κατανοεί την απογοήτευση και το θυμό των επενδυτών για την κατάρρευση της World Com ωστόσο είναι υπερήφανος για την εργασία την οποία ο ίδιος και οι λοιποί αναλυτές προσέφεραν.

Στις 19 Δεκεμβρίου του ίδιου έτους επιβλήθηκε στον Jack Grubman πρόστιμο ύψους 15 εκατομμυρίων δολαρίων και του απαγορεύτηκε ισοβίως από την Επιτροπή Χρηματιστηρίου και Αξιόγραφων η συμμετοχή του σε συναλλαγές αξιόγραφων λόγω της εμπλοκής του σε ζητήματα διενέξεων εκπροσώπησης συμφερόντων (**Agency Conflicts**) στην περίπτωση της εταιρείας World Com.

Συμπεράσματα: Η χρεωκοπία της World Com είναι αποτέλεσμα μιας πληθώρας παραγόντων:

Τα συμπεριφορικά σφάλματα (behavioral biases) τα οποία διέπραξε ο CEO και συνιδρυτής της Bernie Ebbers και τα οποία εκφράστηκαν κυρίως μέσω της υλοποίησης μιας επιθετικής στρατηγικής εξαγορών, οι διαμάχες σε θέματα εκπροσώπησης (Agency Conflicts) η κατάσταση στην οποία βρισκόταν εκείνη τη χρονική περίοδο η αγορά και κυρίως το κομμάτι των τηλεπικοινωνιών, η απότομη και μεγάλη πτώση της μετοχής της είναι μερικοί μόνο από τους αναρίθμητους παράγοντες οι οποίοι οδήγησαν τη νούμερο 2 εταιρεία Τηλεπικοινωνιών των Η.Π.Α. και μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες διαχείρισης δεδομένων Internet στον κόσμο με παρουσία σε 2.600 πόλεις και σε περισσότερες από 100 χώρες σε χρεωκοπία και τα επιτελικά της στελέχη σε δίκες με ετυμηγορία πολλά έτη φυλάκισης για τη διάπραξη σοβαρών οικονομικών εγκλημάτων με εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο.

Μελέτη Περίπτωσης Νο3

Lehman Brothers

Η τέταρτη σε μέγεθος επενδυτική τράπεζα της Αμερικής η οποία μέχρι τη στιγμή της κατάρρευσης της το 2008 απασχολούσε 25.000 εργαζόμενους σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η ιστορία της εταιρείας ξεκίνησε το 1850 όταν ο Γερμανός μετανάστης εβραϊκής καταγωγής Henry Lehman ίδρυσε στο Montgomery της Alabama μια επιχείρηση εμπορίας βαμβακιού μαζί με τα αδέρφια του Emanuel και Mayer. Τα αδέρφια ίδρυσαν αργότερα το Χρηματιστήριο Βαμβακιού της Νέας Υόρκης και συνέβαλλαν στη χρηματοδότηση των Αμερικανικών σιδηρόδρομων και άλλων φημισμένων Αμερικανικών εταιρειών όπως η εταιρεία Sears ,η Roebuck και η Woolworth's.

Η οικογένεια Lehman κατόρθωσε μέσω της επιτυχημένης επιχειρηματικής της δραστηριότητας να ενσωματωθεί στους αριστοκρατικούς κύκλους της Νέας Υόρκης γεγονός το οποίο επισφραγίστηκε με την εκλογή του Henry ως 45^{ου} Κυβερνήτη της πόλης και κατόπιν ως Αμερικανού Γερουσιαστή.

Η εταιρεία κατόρθωσε να επιβιώσει ξεπερνώντας μια σειρά από χρεωκοπίες τη δεκαετία του 1800, τη μεγάλη ύφεση του 1930, δύο Παγκόσμιους Πολέμους, την κεφαλαιακή ανεπάρκεια μετά από το διαχωρισμό της από την American Express το 1994 την κατάρρευση του συστήματος μακροχρόνιας διαχείρισης κεφαλαίου καθώς και την αδυναμία αποπληρωμής του χρέους της Ρωσίας το 1998.

Δεν κατόρθωσε ωστόσο να διαχειριστεί αποτελεσματικά την κατάρρευση της εγχώριας Αμερικανικής αγοράς κατοικίας το 2008 στα πλαίσια της παγκόσμιας κρίσης η οποία έλαβε χώρα τη συγκεκριμένη περίοδο.

Κατά τη Χρονική Περίοδο 2003 – 2004 με την αγορά κατοικίας να βρίσκεται σε φαινομενικά πλήρη άνθηση (η ύπαρξη «φούσκας» στη συγκεκριμένη αγορά αποκαλύφθηκε αργότερα) η Lehman απέκτησε 5 δανειστές ενυπόθηκων δανείων στους οποίους συμπεριλαμβάνονταν το Subprime BNC υποθηκών καθώς και το Aura υπηρεσιών δανείων το οποίο εξειδικευόταν σε μια μορφή δανείων που χορηγούνταν σε δανειολήπτες χωρίς να υπάρχει πλήρης τεκμηρίωση από πλευράς απαιτούμενων εγγράφων γνωστά ως Alt – A δάνεια.

Οι παραπάνω εξαγορές οδήγησαν σε μεγάλη αύξηση των εσόδων της εταιρείας στις αγορές κεφαλαίου η οποία άγγιξε το 56% μέσα στη διετία 2004 – 2006, ένας ρυθμός ανάπτυξης κατά πολύ ταχύτερος από αυτόν των λοιπών εταιρειών Τραπεζικών Επενδύσεων και Διαχείρισης Κεφαλαίων.

Η Lehman χορήγησε ενυπόθηκα δάνεια ύψους \$146 δις το 2006 ξεπερνώντας κατά 10% το αντίστοιχο ποσοστό του προηγούμενου έτους.

Για το διάστημα 2005 – 2007 η εταιρεία παρουσίαζε κάθε χρόνο κέρδη έχοντας μάλιστα το 2007 καθαρό εισόδημα ύψους 4,2 δις δολαρίων επί εσόδων που άγγιζαν τα 19,3 δις δολάρια προ φόρων.

Τον Φεβρουάριο του 2007 η μετοχή της εταιρείας άγγιξε την τιμή ρεκόρ των 86,18 δολαρίων προσφέροντας της μια κεφαλαιοποίηση αγοράς η οποία ήταν περίπου ύψους 60 δις δολαρίων.

Ωστόσο το πρώτο τετράμηνο του 2007 η κατάρρευση της αγοράς κατοικίας στις ΗΠΑ είχε αρχίσει ήδη να γίνεται ορατή λόγω της αφερεγγυότητας

των ενυπόθηκων δανείων Sub-prime τα οποία είχαν γνωρίσει μεγάλη άνθηση για τα επτά έτη που είχαν προηγηθεί.

Στις 14 Μαρτίου του 2007 μια μέρα μετά τη μεγαλύτερη πτώση της τιμής της μετοχής της εταιρείας ύστερα από μια πενταετία κερδών και υπό το φόβο επηρεασμού της κερδοφορίας της η εταιρεία δήλωσε κέρδη για το πρώτο τετράμηνο του έτους.

Στη συνέλευση που ακολούθησε μετά την ανακοίνωση των κερδών του πρώτου τετραμήνου ο Οικονομικός Διευθυντής της εταιρείας (CFO) δήλωσε ότι οι κίνδυνοι οι οποίοι είχαν αρχίσει να αυξάνονται σε ότι αφορά παραλείψεις και σφάλματα στην αγορά κατοικίας ήταν υπό έλεγχο και για το λόγο αυτό θα είχαν μικρή επίδραση στα κέρδη της εταιρείας.

Παράλληλα δήλωσε ότι δε προβλέπει την ύπαρξη προβλημάτων στην αγορά sub-prime δανείων τα οποία θα μπορούσαν να εξαπλωθούν και να βλάψουν την οικονομία των ΗΠΑ.

Όταν ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση τον Αύγουστο του 2007 με αφορμή την κατάρρευση 2 hedge funds της Bear Stearns Companies η μετοχή της Lehman Brothers έπεσε απότομα.

Στη διάρκεια αυτού του μήνα χάθηκαν 2.500 θέσεις εργασίας που συνδέονταν με τα 2 hedge funds και έκλεισε η μονάδα της Bear Stearns Companies. Παράλληλα έκλεισαν τα γραφεία του δανειστή A – Leuder Aurora σε τρεις Αμερικανικές Πολιτείες.

Παρά τις αντιξοότητες που παρουσιάστηκαν η Lehman Brothers εξακολούθησε να έχει καθοριστικό ρόλο στην αγορά ενυπόθηκων δανείων.

Στη διάρκεια του έτους η Lehman ανέλαβε τους περισσότερους ενυπόθηκους τίτλους από κάθε άλλη Επενδυτική Τράπεζα δημιουργώντας ένα Χαρτοφυλάκιο ύψους 85 δις δολαρίων κάτι το οποίο ισοδυναμούσε με το τετραπλάσιο της καθαρής θέσης των μετοχών της.

Το τελευταίο τρίμηνο του 2007 οι μετοχές της εταιρείας ανέκαμψαν καθώς οι παγκόσμιες αγορές μετοχών έφτασαν σε νέα υψηλά επίπεδα και οι τιμές για τα προϊόντα σταθερού εισοδήματος γνώρισαν μια προσωρινή άνοδο.

Ωστόσο η εταιρεία δεν εκμεταλλεύτηκε, την ευκαιρία που της παρουσιάστηκε να τακτοποιήσει το τεράστιο χαρτοφυλάκιο ενυπόθηκων

δανείων που διέθετε, κάτι το οποίο όπως αποδείχτηκε δε θα είχε ποτέ τη δυνατότητα να διορθώσει στο μέλλον.

Καθώς οι συνθήκες της αγοράς χειροτέρευαν ο υψηλός δείκτης μόχλευσης $\frac{\text{ΣυνολικάΚεφάλαια}}{\text{ΚαθαρήΘέση}}$ της εταιρείας (31) και το τεράστιο χαρτοφυλάκιο της από ενυπόθηκα δάνεια την καθιστούσαν ιδιαίτερα επιρρεπή σε μια επικείμενη καταστροφή.

Στις 17 Μαρτίου 2008 μετά την σχεδόν κατάρρευση των Hedge Funds της Bear Stearns οι μετοχές του δεύτερου μεγαλύτερου αναδόχου ενυπόθηκων δανείων παρουσίασαν πτώση η οποία άγγιξε το 48% προκαλώντας ανησυχία ότι θα ήταν η επόμενη εταιρεία της Wall Street η οποία θα οδηγούνταν σε αποτυχία. Η εμπιστοσύνη των μετόχων στην εταιρεία αποκαταστάθηκε σε κάποιο βαθμό τον Απρίλιο του 2008 όταν εξέδωσε μετοχές αξίας 4 δις δολαρίων με δικαίωμα προτίμησης το οποίο ήταν μετατρέψιμο σε μετοχές της Lehman με ένα ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο άγγιζε το 32% της τιμής του εκείνη τη χρονική περίοδο.

Παρόλα αυτά, η μετοχή της εταιρείας παρουσίασε νέα πτώση όταν οι διαχειριστές των Hedge Funds άρχισαν να αμφισβητούν την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου των ενυπόθηκων δανείων της εταιρείας.

Τον Ιούνιο του 2008 η Lehman ανακοίνωσε απώλειες για το Β' τρίμηνο οι οποίες ανέρχονταν στα 2,8 δις δολάρια ,τις οποίες προσπάθησε να διαχειριστεί συγκεντρώνοντας 6 δις δολάρια από τους επενδυτές.

Στη διάρκεια του καλοκαιριού η διοίκηση της εταιρείας έκανε μια σειρά από ανεπιτυχείς προσπάθειες να προσεγγίσει πιθανούς νέους συνεργάτες.

Οι μετοχές της εταιρείας παρουσίασαν πτώση 77% κατά την πρώτη εβδομάδα του Σεπτεμβρίου εν μέσω της κατακόρυφης πτώσης των τιμών των μετοχών που παρατηρήθηκε στις αγορές σε παγκόσμιο επίπεδο.

Το σχέδιο του C.E.O. της εταιρείας Richard Fuld να διατηρήσει η εταιρεία την ανεξαρτησία της μέσω της πώλησης τμήματος της μονάδας διαχείρισης των περιουσιακών της στοιχείων καθώς και μέσω της αναβάθμισης των εμπορικών της ακινήτων αμφισβητήθηκε έντονα από το επενδυτικό κοινό.

Παράλληλα οι συνομιλίες της εταιρείας με την επενδυτική τράπεζα της Κορέας για συμμετοχή της στη Lehman στέφθηκαν με αποτυχία καθώς η κρατική τράπεζα της Νότιας Κορέας πάγωσε προσωρινά τις συνομιλίες. Η παραπάνω είδηση αποτέλεσε ένα θανάσιμο πλήγμα για την εταιρεία οδηγώντας σε πτώση της τιμής της μετοχής της κατά 45% και αυξάνοντας κατά 66% τα ασφάλιστρα κινδύνου (CDS) τα οποία συνδέονταν με το χρέος της εταιρείας.

Στις 10 Σεπτεμβρίου του 2008 η εταιρεία ανακοίνωσε τα εξαιρετικά δυσμενή οικονομικά αποτελέσματα του τρίτου τριμήνου τα οποία αποτύπωναν την άσχημη οικονομική κατάσταση στην οποία βρισκόταν.

Συγκεκριμένα ανακοίνωσε ζημίες ύψους 3,9 δις δολαρίων στην οποία συμπεριλαμβανόταν μια υποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας ύψους 5,6 δις δολαρίων καθώς και μια σαρωτική αναδιάρθρωση της στρατηγικής που ακολουθούσε. Την ίδια ημέρα η εταιρεία Moody's ανακοίνωσε την αναθεώρηση της πιστοληπτικής ικανότητας της Lehman Brothers και τόνισε ότι θα πρέπει να πουλήσει την πλειοψηφία των μετοχών της σε στρατηγικό εταίρο προκειμένου να αποφύγει τη βαθμολογική της υποβάθμιση.

Οι παραπάνω εξελίξεις οδήγησαν σε πτώση της τιμής της μετοχής της εταιρείας κατά 42% στις 11 Σεπτεμβρίου του 2008. Έχοντας στη διάθεσή της 1 δις δολάρια σε μετρητά η εταιρεία έβλεπε το χρόνο να μετρά αντίστροφα γι' αυτή.

Η ύστατη προσπάθεια για εξαγορά της Lehman από την Barclays plc και την Bank of America ήταν ανεπιτυχής. Στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση οδηγώντας σε πτώση της τιμής της μετοχής της κατά 93% συγκριτικά με το προηγούμενο κλείσιμο της 12^{ης} Σεπτεμβρίου.

Η κατάρρευση της εταιρείας απασχόλησε σε μεγάλο βαθμό τις παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές με δεδομένο το μέγεθος της εταιρείας και τη θέση που κατείχε ως ένας σημαντικός παράγοντας στα πλαίσια της Οικονομίας των ΗΠΑ αλλά και διεθνώς.

Η πτώχευση της Lehman Brothers οδήγησε σε αφανισμό 46 δις δολαρίων από την αγοραία αξία της.

Συμπεριφορικά σφάλματα & λοιπά συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία οδήγησαν στην κατάρρευση της Lehman Brothers

Πολλοί υπήρξαν οι παράγοντες οι οποίοι συνετέλεσαν στην καταστροφή της τέταρτης επενδυτικής τράπεζας στον κόσμο, της Lehman Brothers. Ωστόσο, τα συμπεριφορικά σφάλματα των ανώτερων στελεχών της και κυρίως του επί 30 έτη Διευθύνοντος Συμβούλου της Richard Fuld ήταν αυτά τα οποία έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην επερχόμενη χρεωκοπία.

Η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση (**overconfidence**) των επιτελικών στελεχών της Lehman Brothers και πρωταρχικά του CEO Richard Fuld οδήγησε σε μια σειρά από επενδυτικές κινήσεις οι οποίες εμπεριείχαν έναν εξαιρετικά υψηλό βαθμό ρίσκου στα πλαίσια μιας οικονομίας η οποία βίωνε μια, φαινομενικά όπως αποδείχτηκε εκ των υστέρων, περίοδο ακμής.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της υπερβάλλουσας αυτοπεποίθησης του CEO και των λοιπών στελεχών της Lehman αποτελεί η μαζική επένδυση σε ενυπόθηκα δάνεια τα οποία χορηγούνταν σε δανειστές χωρίς αυτοί να διαθέτουν όλα τα απαιτούμενα δικαιολογητικά προκειμένου να συνάψουν ένα κανονικό δάνειο, τα γνωστά και ως **Subprime Mortgage Backed Securities**.

Τα συγκεκριμένα δάνεια ενώ χαρακτηρίζονταν από ένα πολύ υψηλό βαθμό ρίσκου αξιολογούνταν μυστηριωδώς και εσφαλμένα ως ασφαλή από έγκριτους οίκους αξιολόγησης όπως για παράδειγμα οι **Moody's, Fitch, Standard and Poor's**.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση η οποία χαρακτήριζε τα επιτελικά στελέχη της εταιρείας πιστοποιείται μέσα από την υιοθέτηση απ' αυτή μιας επιθετικής πολιτικής δανειοδότησης η οποία διατηρήθηκε και κατά τη διάρκεια της σοβαρής χρηματοπιστωτικής κρίσης η οποία έπληξε τις Παγκόσμιες Αγορές το 2008.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι ο δείκτης Μόχλευσης της εταιρείας

$$\frac{\text{Συνολικά Περιουσιακά κ' Επενδυτικά Στοιχεία}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \left(\frac{\text{Asset}}{\text{equity}} \text{ ratio} \right) \text{ ήταν } 30 \text{ τη}$$

στιγμή που στην υπόλοιπη αγορά ο δείκτης είχε τιμή 15. Αυτό το στοιχείο μας αποκαλύπτει ότι η εταιρεία ήταν περισσότερο εκτεθειμένη στο ρίσκο συγκριτικά με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις και δε λάμβανε υπόψη ότι τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία είχε επενδύσει υπήρχε σοβαρός κίνδυνος να μην αποδώσουν τα αναμενόμενα κέρδη.

Η ισχυρή εξάρτηση της Lehman από τα ξένα κεφάλαια οδήγησε σε τριπλασιασμό του αναλαμβανόμενου ρίσκου ($30 \times 3 = 90$) θέτοντας ουσιαστικά τις βάσεις για την επικείμενη κατάρρευση του επενδυτικού οργανισμού.

Η κατάσταση επιδεινώθηκε λόγω της μεγάλης χρήσης από την εταιρεία βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων τα οποία δεν μπόρεσε ωστόσο να αξιοποιήσει αποτελεσματικά.

Η υπεραυτοπεποίθηση των επιτελικών στελεχών της Lehman και κυρίως του CEO της Richard Fuld οδήγησαν την εταιρεία στην υπέρβαση των ορίων εσωτερικού ρίσκου και ελέγχου καθώς και στη λήψη μιας πληθώρας λανθασμένων αποφάσεων οι οποίες την οδήγησαν στη χρεοκοπία (**CNN Money by Grace Wong and Aaron Smith**).

Επιπρόσθετα, η υπέρμετρη αισιοδοξία (**overoptimism**) των στελεχών της εταιρείας σε ότι αφορά την αποτίμηση κάποιων δανείων καθώς και ορισμένων ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων συνέβαλλε αποφασιστικά στην καταστροφή του επενδυτικού αυτού κολοσσού.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της υπέρμετρης αισιοδοξίας των επιτελικών στελεχών της Lehman Brothers αποτελεί η σύναψη συμφωνίας με την εταιρεία **Dermody Properties** για τη δημιουργία ενός εθνικού χαρτοφυλακίου ακινήτων ύψους 1,85 δις δολαρίων.

Προκειμένου η εν λόγω συμφωνία να υλοποιηθεί γρήγορα η Lehman δεν συνεισέφερε στη χρηματοδότηση μόνο με τα ξένα περιουσιακά στοιχεία που διαχειριζόταν αλλά προσέφερε σημαντικό ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων της.

Εκ' των υστέρων ωστόσο διαπίστωσε ότι ήταν ανίκανη να χρηματοδοτήσει δάνεια κατοικιών με άλλα δάνεια και για το λόγο αυτό τα πούλησε σε επενδυτές, όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο Cedrik Lachance ένας αναλυτής της Green Street Advisors, μιας εταιρείας συμβούλων ακινήτων με έδρα το Newport Beach της California των Η.Π.Α.

Η αγορά κατοικίας άρχισε να καταρρέει αμέσως μετά το κλείσιμο της σχετικής συμφωνίας τόνισε ο Lachance ο οποίος εκτιμούσε ότι το χαρτοφυλάκιο έχασε τουλάχιστον το 15% της αρχικής του αξίας.

Το Top Management της Lehman Brothers έδειξε αδυναμία να προσαρμοστεί στις ραγδαίες αλλαγές οι οποίες συντελέστηκαν στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον στα πλαίσια της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007. Έτσι η εταιρεία συνέχισε να αναλαμβάνει παράτολμα επιχειρηματικά εγχειρήματα λειτουργώντας μέσα σε ένα πλαίσιο οικονομικής άνθησης που είχε βιώσει στο πρόσφατο επιχειρηματικό της παρελθόν.

Το συμπεριφορικό φαινόμενο το οποίο διαφαίνεται από την παραπάνω περιγραφή αφορά την πλαισίωση (**Framing**) και συγκεκριμένα τη διάσταση της αποστροφής της σίγουρης απώλειας (**aversion to a sure loss**).

Τα ανώτατα στελέχη της Lehman ανέλαβαν ένα αναλογικά μεγάλο ρίσκο συγκριτικά με τις τρέχουσες δυσμενείς οικονομικές συνθήκες ευελπιστώντας ότι θα ξεπεράσουν τις όποιες αρνητικές προβλέψεις και θα συνεχίσουν την κερδοφόρα πορεία του παρελθόντος.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα του παραπάνω συμπεριφορικού φαινομένου αποτελεί η υψηλού ρίσκου εμπορική συμφωνία την οποία σύναψε η Lehman Brothers το 2007 προχωρώντας στην εξαγορά ενός σημαντικού μεριδίου της ArchStone – Smith μιας εταιρείας κατασκευής διαμερισμάτων έναντι 22,2 δις δολαρίων εξασφαλίζοντας έτσι το 47% της εταιρείας (το υπόλοιπο 53% ανήκε στις τράπεζες Bank of America Corp και Barclays PLC).

Η Lehman αποφάσισε να προχωρήσει στη συμφωνία άμεσα χωρίς ιδιαίτερες διαπραγματεύσεις και μάλιστα ρίσκαρε καταβάλλοντας 1 δις δολάρια ως τέλος πρόωρου τερματισμού του συμβολαίου ενώ θα μπορούσε να έχει πετύχει χαμηλότερη τιμή όπως έπραξε αργότερα στην επακόλουθη πτώχευση της.

Οι απώλειες της Lehman εξαιτίας της εξαγοράς της ArchStone θα μπορούσαν άνετα να υπερβούν το κόστος ενός τέλους πρόωρου τερματισμού της συμφωνίας.

Η εταιρεία ανακοίνωσε ένα χρέος που οφειλόταν στην ArchStone και το οποίο μείωσε τα κέρδη της Lehman κατά 350 εκατομμύρια δολάρια ανοίγοντας το δρόμο για νέες επερχόμενες απώλειες.

Η ArchStone αποτελούσε μια αξιόλογη επενδυτική επιλογή ωστόσο η χρονική στιγμή που η Lehman αποφάσισε να συνάψει τη συμφωνία (τον Οκτώβριο του 2007 ένα μόλις μήνα μετά από το ξέσπασμα της Παγκόσμιας Χρηματοοικονομικής Κρίσης) δεν ήταν κατάλληλη όπως χαρακτηριστικά επεσήμανε ο Graig Leupold Πρόεδρος της Green Street Advisors εκτιμώντας ότι θα υπάρξει μια απώλεια της τάξης του 10 – 15% στην αξία του χαρτοφυλακίου ακινήτων της η οποία θα μπορούσε να μεταφραστεί σε απώλειες ύψους 2 – 3 δις δολαρίων συγκριτικά με την αρχική τιμή αγοράς τους.

Αυτό ουσιαστικά θα αποτελούσε ένα τεράστιο χτύπημα για τη Lehman της οποίας το κεφάλαιο ανερχόταν πλέον στα 27 δις δολάρια στα οποία συμπεριλαμβάνονταν και η έκδοση μετοχών με δικαίωμα προτίμησης στην οποία είχε προχωρήσει το ίδιο χρονικό διάστημα.

Καθοριστικής σημασίας για την πορεία και τη μετέπειτα κατάρρευση του επενδυτικού κολοσσού της Lehman Brothers υπήρξε η αμφιλεγόμενη προσωπικότητα του CEO Richard Fuld ο οποίος για πολλούς ήταν η ίδια η εταιρεία.

Ο Fuld υπηρέτησε την εταιρεία για πάνω από 30 συναπτά έτη και συνέβαλλε αποφασιστικά στο να εξελιχθεί η Lehman Brothers στον Παγκόσμιο επενδυτικό γίγαντα που όλοι γνωρίζουμε.

Για τους υποστηρικτές του ήταν αξιοθαύμαστος ανταγωνιστής υπολογίσιμος από το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνταν και διέθετε επαγγελματικές αρετές όπως επιμονή και αποφασιστικότητα.

Στον αντίποδα των παραπάνω θετικών απόψεων βρίσκονται οι επικριτές του Fuld οι οποίοι τον χαρακτήριζαν επιθετικό, συγκρουσιακό και σε αρκετές περιπτώσεις ωμό.

Η υπερβολική εμπιστοσύνη την οποία είχε ο Fuld στις ατομικές του ικανότητες αποτυπώνεται στις ιδιαίτερα παράτολμες επιχειρηματικές του αποφάσεις οι οποίες αποκρυσταλλώνονται στην άποψη που είχε διατυπώσει ότι

είχε τη τύχη να «χτίσει» κάτι το οποίο είχε μεγαλύτερη αξία από αυτή που του έδινε η αγορά.

Στην παραπάνω άποψη διαπιστώνουμε την ύπαρξη μιας σοβαρής διάστασης του συμπεριφορικού σφάλματος της υπεραυτοπεποίθησης αυτή της απόδοσης ευσήμων στον εαυτό του (**self attribution error**) από τον Fuld, κάτι το οποίο όπως αποδείχτηκε ήταν καθοριστικής σημασίας για την κατάρρευση του επενδυτικού κολοσσού τον οποίο διοικούσε.

Ο Fuld απέδωσε τα θετικά αποτελέσματα της εύρυθμης λειτουργίας της Lehman στις προσωπικές του προσπάθειες καθώς και στις ατομικές του δεξιότητες σε αντιδιαστολή με τις μετέπειτα αρνητικές εξελίξεις τις οποίες φρόντισε να «χρεώσει» σε μια πληθώρα παραγόντων οι οποίοι δε συνδέονταν με τον ίδιο.

Είναι χαρακτηριστική η διάρκεια τριών ωρών κατάθεση του Fuld ενώπιον των μελών του Αμερικανικού Κογκρέσου στα πλαίσια της οποίας προσπάθησε να εξηγήσει ότι δεν έφερε καμιά ευθύνη για την κατάρρευση της Επενδυτικής Τράπεζας με Ιστορία 158 ετών στην ηγεσία της οποίας βρισκόταν ως Διευθύνων Σύμβουλος επί σειρά ετών, και ότι οι όποιες αποφάσεις πήρε ήταν συνετές και κατάλληλες, σύμφωνες με την πληροφόρηση που είχε στη διάθεση του σε κάθε δεδομένη χρονική περίοδο.

Αντίθετα επέριψε ευθύνες για την πτώχευση της Lehman στην Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. (Federal Reserve), στο σύστημα ανοιχτών πωλήσεων (short selling) σε μια συστηματική έλλειψη εμπιστοσύνης που υπήρχε στην αγορά, στη δραματοποίηση των συνθηκών του οικονομικού περιβάλλοντος από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης καθώς και στην αντιφατική Νομοθεσία που ίσχυε στην αγορά.

Ο Fuld μέσα από την κατάθεση του έκανε μετατόπιση των όποιων ευθυνών βάραιναν τον ίδιο και τα υπόλοιπα επιτελικά στελέχη της Lehman σε παράγοντες που βρίσκονται έξω από τη σφαίρα των αρμοδιοτήτων τους διαπράττοντας ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα αυτό της προβολής (**projection bias**).

Επιπρόσθετα τα επιτελικά στελέχη της Lehman Brothers τοποθετούσαν μεγάλα ποσά χρημάτων σε πιστοποιημένα περιουσιακά στοιχεία ειδικού σκοπού τα γνωστά **Qualified Special purpose Entities (Q.S.P.E.)**.

Τέτοιου είδους περιουσιακά στοιχεία είναι τα ομόλογα, τα παράγωγα και τα CDO'S τα οποία παρείχαν στην Lehman το μοναδικό προνόμιο να μην τα εμφανίζει στους εταιρικούς ισολογισμούς.

Η επένδυση σ' αυτά τα εξειδικευμένα Περιουσιακά στοιχεία επέτρεπε στα στελέχη της Lehman να δημιουργούν μεγαλύτερα έσοδα για την εταιρεία και κατά συνέπεια να απολαμβάνουν τα ίδια μεγαλύτερες αποζημιώσεις (**Bonus**).

Ωστόσο η διαχείριση αυτής της μορφής Περιουσιακών στοιχείων αποδείχτηκε ότι εμπειρείχε εξαιρετικούς κινδύνους για την εταιρεία.

Την ίδια τακτική ακολούθησαν τα στελέχη της Lehman σε ότι αφορά τις μετοχές της εταιρείας.

Συγκεκριμένα τα με υπέρμετρη αισιοδοξία και αυτοπεποίθηση επιτελικά στελέχη με κυριότερο εκφραστή αυτών των χαρακτηριστικών τον CEO Richard Fuld είχαν τη τάση να υπερτιμούν την απόδοση της εταιρείας και κατ' επέκταση και τις μετοχές που εξέδιδε.

Μέσω αυτής της διαδικασίας τα στελέχη της Lehman εξασφάλιζαν μεγαλύτερα Bonus σύμφωνα με το συμπεριφορικό φαινόμενο το οποίο συνδέει την υψηλότερη τιμή της μετοχής μιας εταιρείας με επιπρόσθετες έκτακτες οικονομικές απολαβές γι' αυτά.

Η υιοθέτηση του παραπάνω συμπεριφορικού κανόνα οδηγεί συχνά στην εμπλοκή των στελεχών σε απάτες στην προσπάθειά τους να «χειραγωγήσουν» την τιμή της μετοχής της εταιρείας εξασφαλίζοντας κατά συνέπεια μεγαλύτερα οικονομικά οφέλη για τα ίδια κάτι το οποίο όπως αποδείχτηκε συνέβη σε μεγάλο βαθμό και στην περίπτωση της Lehman Brothers.

Συμπεράσματα: Η κατάρρευση της Lehman Brothers συνδέθηκε με τη διάπραξη από τα στελέχη της μιας σειράς συμπεριφορικών σφαλμάτων (υπεραυτοπεποίθηση, υπέρμετρη αισιοδοξία, πλαισίωση, σφάλμα προβολής, απόδοση ευσήμων από τα στελέχη στον εαυτό τους, εταιρικά bonus βασισμένα στην απόδοση των στελεχών) τα οποία οδήγησαν στη διαμόρφωση μιας εταιρικής κουλτούρας που αποδεχόταν την ανάληψη ρίσκου πέρα από τα

επιτρεπτά όρια και έθετε σε εξαιρετικό κίνδυνο το μέλλον του επενδυτικού αυτού κολοσσού.

Η Lehman υποφέροντας από το σύνδρομο της «επιτυχημένης εταιρείας» αρνήθηκε να προσαρμοστεί στις ραγδαίες αλλαγές που συντελέστηκαν στην αγορά κυρίως κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 προβαίνοντας ταυτόχρονα σε ενεργή χειραγώγηση των ισολογισμών της και στη λήψη λανθασμένων επενδυτικών αποφάσεων, γεγονότα τα οποία έθεσαν τις βάσεις για την επερχόμενη χρεοκοπία όπως χαρακτηριστικά αναφέρει στη 2.200 σελίδων αναφορά του ο Anton Valukas Πρόεδρος της νομικής εταιρείας Jenner and Block, με έδρα το Σικάγο ο οποίος κλήθηκε να εξετάσει τα αίτια της κατάρρευσης του επενδυτικού κολοσσού.

Αποτυχημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ανάληψη μεγάλων επενδυτικών σχεδίων τα οποία ήταν υπερτιμημένα, επιχειρηματικές στρατηγικές οι οποίες αγνοούσαν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ή το υιοθετούσαν με λανθασμένο τρόπο είναι τα στοιχεία τα οποία ενώ έπρεπε να αντιπροσωπεύουν θεμελιώδεις αποφάσεις που θα δημιουργούσαν αξία για την εταιρεία συνέθεσαν τελικά το παζλ της χρεοκοπίας της.

Τα παραπάνω στοιχεία σε συνδυασμό με την άγνοια κινδύνου που υπήρχε στην αγορά, την ύπαρξη ανεπαρκούς νομοθετικού πλαισίου και την έλλειψη διαφάνειας συνέβαλλαν αποφασιστικά στην κατάρρευση της τέταρτης σε μέγεθος Επενδυτικής Τράπεζας στον κόσμο με ιστορία 158 ετών, της Lehman Brothers.

Μελέτη περίπτωσης 4

Royal Bank of Scotland

Η τράπεζα Royal Bank of Scotland ιδρύθηκε το 1727 στο Εδιμβούργο, πρωτεύουσα της Σκωτίας από το Βασιλιά Γεώργιο.

Σύντομα επέκτεινε τις δραστηριότητες της ανοίγοντας το 1783 το πρώτο της υποκατάστημα στη Γλασκώβη τη μεγαλύτερη πόλη της Σκωτίας.

Αργότερα η τράπεζα ξεκίνησε τη δημιουργία ενός ευρύτερου δικτύου καταστημάτων στη Σκωτία το οποίο αποτελούνταν από 6 υποκαταστήματα.

Το 1874 η R.B.S άνοιξε το πρώτο υποκατάστημα εκτός της Σκωτίας στην πόλη του Λονδίνου.

Το 1924 η τράπεζα πραγματοποίησε την πρώτη της εξαγορά εκτός Σκωτίας αποκτώντας τη Λονδρέζικη Τράπεζα Drummonds Bank.

Έξι χρόνια αργότερα εξαγόρασε τη Williams Deacon's Bank η οποία διέθετε ένα δίκτυο καταστημάτων το οποίο εκτεινόταν βορειοδυτικά της Αγγλίας.

Το 1939 εξαγόρασε την Εμπορική Βρετανική Τράπεζα Glyn Hills and Co με έδρα το Λονδίνο.

Λίγα χρόνια αργότερα το 1946 η Εθνική Τράπεζα της Σκωτίας (National Bank of Scotland) η οποία αποτελούσε τμήμα της Royal Bank of Scotland ιδρύει την πρώτη κινητή τράπεζα με στόχο την εξυπηρέτηση των υπαίθριων κοινοτήτων στο νησί Lewis.

Το 1960 η R.B.S επέκτεινε τις δραστηριότητές της εκτός Μ. Βρετανίας ιδρύοντας αντιπροσωπεία στη Νέα Υόρκη.

Εννέα χρόνια αργότερα η Royal Bank of Scotland συγχωνεύτηκε με την Εθνική Εμπορική Τράπεζα της Σκωτίας.

Ένα χρόνο αργότερα το 1970 οι τρεις κυριότεροι τραπεζικοί όμιλοι οι οποίοι δραστηριοποιούνταν στην Αγγλία, την Ουαλία συγχωνεύτηκαν δημιουργώντας την Williams and Glyn's Bank.

Απο το 1985 οι συγκεκριμένοι όμιλοι δραστηριοποιούνται κάτω από την επωνυμία της Royal Bank of Scotland.

Τρία χρόνια αργότερα το 1988 η R.B.S εδραίωσε την παρουσία της στην Αμερικάνικη αγορά εξαγοράζοντας τον όμιλο τραπεζών Citizens Financial Group.

Η R.B.S ήταν η πρώτη τράπεζα της Βρετανίας η οποία παρουσίασε το 1997 ολοκληρωμένες υπηρεσίες τραπεζικών συναλλαγών μέσω διαδικτύου.

Το 2000 η Royal Bank of Scotland υπό την ηγεσία του Διευθύνοντος Συμβούλου της Fred Goodwin εξαγόρασε τη Natwest Bank δημιουργώντας έτσι τον τρίτο μεγαλύτερο τραπεζικό όμιλο στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Η εξαγορά ήταν αξίας 21 δις βρετανικών λιρών και αποτέλεσε μια από τις μεγαλύτερες συμφωνίες στην ιστορία του Βρετανικού Τραπεζικού Συστήματος.

Λίγα χρόνια αργότερα το 2004 ο Goodwin προχώρησε στην εξαγορά της αμερικάνικης τράπεζας Charter One έναντι 5.3 δις βρετανικών λιρών (10.5 δις

δολλάρια) συμφωνία η οποία διπλασίασε το μέγεθος της Royal Bank of Scotland στην εξυπηρέτηση πελατών στην αμερικάνικη τραπεζική αγορά μετατρέποντας μια τοπική εμπορική τράπεζα σε μια από τις 10 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες στις Η.Π.Α.

Μέσα σε χρονικό διάστημα 14 μηνών η Royal Bank of Scotland υπό την διοίκηση του Fred Goodwin πραγματοποίησε περισσότερες από 20 εξαγορές οι οποίες οδήγησαν σε συγκέντρωση 2,5 δις δολλαρίων και συνέβαλαν αποφασιστικά στην επέκταση σε παγκόσμιο επίπεδο.

Τον Απρίλιο του 2007 η βρετανική τράπεζα Barclays προσέφερε 67 δις ευρώ (91 δις δολλάρια) προκειμένου να εξαγοράσει την ολλανδική τράπεζα ABN – AMRO.

Ένα σημείο το οποίο αποτέλεσε έκπληξη στη συγκεκριμένη συμφωνία ήταν η απόφαση της ABN – AMRO της μεγαλύτερης ολλανδικής τράπεζας να πουλήσει τη θυγατρική αμερικανική τράπεζα La Salle Bank στη Bank of America έναντι 21 δις δολλαρίων (14.5 δις €) σε μετρητά.

Στη διεκδίκηση της ABN – AMRO με κεντρικό άξονα τη μη πώληση της La Salle Bank, εισέρχεται στις 29 Μαΐου 2007 ο τραπεζικός συνεταιρισμός που απαρτίζεται από την ισπανική τράπεζα Banco Santander (με την οποία η R.B.S είχε συνεργαστεί προ δεκαετίας για την εξαγορά της Natwest) τη βέλγικη τράπεζα Fortis και την R.B.S η οποία διατηρεί ηγετικό ρόλο στην αξίας 72 δις ευρώ προσφορά.

Το ίδιο χρονικό διάστημα το Ανώτατο Ολλανδικό δικαστήριο αποφάσισε ότι η πώληση της τράπεζας La Salle αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της τρέχουσας συμφωνίας συγχώνευσης της Barclays με την ABN- AMRO και ότι κατ' επέκταση οι μέτοχοι της ABN-AMRO θα μπορούσαν να εγκρίνουν οποιαδήποτε άλλη εναλλακτική υποψηφιότητα για εξαγορά σε μια επόμενη γενική συνέλευση τους.

Ωστόσο τον Ιούλιο του ίδιου έτους το Ανώτατο Ολλανδικό δικαστήριο αποφάσισε ότι η εξαγορά της La Salle Bank από την Bank of America θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί μεμονωμένα.

Η Bank of America απορρόφησε τελικά επιτυχώς τη La Salle Bank την 1^η Οκτωβρίου 2007.

Στις 23 Ιουλίου του 2007 η Barclays αυξάνει την προσφορά της για την εξαγορά της ABN-AMRO στα 67.5 δις ευρώ κατόπιν της εξασφάλισης επενδύσεων από τις κυβερνήσεις της Κίνας και της Σιγκαπούρης ωστόσο δεν κατάφερε να υπερβεί την προσφορά του αντίπαλου τραπεζικού συνεταιρισμού της R.B.S η οποία όπως προαναφέραμε ανερχόταν στα 72 δις ευρώ.

Στις 30 Ιουλίου η ABN-AMRO αποσύρει την υποστήριξη της στην προσφορά της Barclay's για εξαγορά η οποία μπορεί να ανταποκρίνεται στο «στρατηγικό όραμα» της ABN είναι όμως μη συμφέρουσα από οικονομικής απόψεως.

Συγκεκριμένα η αξία 98,3 δις δολαρίων προσφορά του τραπεζικού συνεταιρισμού με επικεφαλής την R.B.S ήταν 9,8% υψηλότερη από την προσφορά της Barclays.

Το Σεπτέμβριο του 2007 η πιστωτική κρίση έχει ξεκινήσει και γρήγορα εξαπλώνεται σε ολόκληρη την Ευρώπη πλήττοντας σημαντικά και τον τραπεζικό τομέα.

Στα τέλη του μήνα είναι πλέον φανερό ότι ο τραπεζικός συνεταιρισμός υπό την ηγεσία της R.B.S θα αναδειχτεί νικητής στην εξαγορά της ABN-AMRO.

Στις 5 Οκτωβρίου του 2007 η Barclays αποσύρει την προσφορά της για εξαγορά της ABN-AMRO μετά την αποτυχία της να εξασφαλίσει το 80% των μετοχών της ολλανδικής τράπεζας και έτσι επιβεβαιώνεται και τυπικά η νίκη του τραπεζικού συνεταιρισμού των R.B.S, Fortis και Banco Santander.

Η εξαγορά της ABN-AMRO από τον τραπεζικό συνεταιρισμό υπό την ηγεσία της R.B.S υλοποιείται χωρίς όρους πέντε μόλις ημέρες αργότερα.

Η παραπάνω εξαγορά αποτέλεσε τη μεγαλύτερη εξαγορά τράπεζας που έγινε ποτέ στην Ευρώπη, ωστόσο οι αναλυτές διατηρούσαν τις επιφυλάξεις τους για την περαιτέρω εξέλιξη της συμφωνίας καθώς η ABN-AMRO είχε ήδη αρχίσει να κλονίζεται από τις αναταράξεις που επικρατούσαν στην αγορά λόγω της εξελισσόμενης χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Το Δεκέμβριο του 2007 η R.B.S και η ABN-AMRO κατέγραψαν από κοινού απώλειες ύψους 1,5 δις βρετανικών λιρών λόγω της κατάρρευσης της αμερικάνικης αγοράς ενυπόθηκων δανείων η οποία σημειώθηκε το ίδιο χρονικό διάστημα.

Το 2008 αναλυτές της πολυεθνικής εταιρίας παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών Credit Suisse κάλεσαν την R.B.S να εκδόσει νέες μετοχές προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή της βάση.

Στις 22/4/2008 η εταιρεία θα εκδόσει νέες μετοχές αξίας 12 δις βρετανικών λιρών διαθέτοντας στην βρετανική αγορά τη μεγαλύτερη έκδοση μετοχών που σημειώθηκε ποτέ.

Οι κίνδυνοι από μια τέτοια κίνηση ήταν μεγάλοι και καθιστούσαν την R.B.S ευάλωτη σε οποιαδήποτε περαιτέρω χειροτέρευση της πορείας των χρηματαγορών.

Δύο μήνες πριν την έκδοση των νέων μετοχών ο Fred Goodwin είχε δηλώσει κατηγορηματικά ότι η R.B.S δε χρειαζόταν να προβεί σε μη οργανική αύξηση κεφαλαίου μέσω έκδοσης νέων μετοχών ή με οποιοδήποτε άλλο παρόμοιο τρόπο.

Το Νοέμβριο του 2008 ο Sir Fred Goodwin παραιτείται από τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου και τη θέση του καταλαμβάνει ο Stephen Hester πρώην ιδιοκτήτης της Abbey National.

Αυτή η κίνηση συνδέεται με την απόκτηση από την Αγγλική κυβέρνηση του 58% της R.B.S έναντι 15 δις βρετανικών λιρών ως μέρος μια τεράστιας αύξησης του κεφαλαίου της.

Στις αρχές του 2009 η κυβέρνησης ανακοινώνει ένα δεύτερο σχέδιο διάσωσης της τράπεζας.

Το Φεβρουάριου του ίδιου έτους η R.B.S παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ετήσια απώλεια κερδών ύψους 24,1 δισεκατομμυρίων βρετανικών λιρών και λαμβάνει επιπλέον βοήθεια από την εργατική κυβέρνηση του Gordon Brown 13 δις βρετανικές λίρες χρήματα τα οποία προέρχονται από βρετανούς φορολογούμενους.

Τον Απρίλιο του 2009 η ανεξάρτητη Βρετανική αρχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών Financial Services Authority (F.S.A) άρχισε να διεξάγει έρευνες για τα γεγονότα που οδήγησαν στην κατάρρευση και κατ' επέκταση στην ανάγκη διάσωσης της Royal Bank of Scotland από την επικείμενη οικονομική καταστροφή.

Ταυτόχρονα μια ομάδα 12.300 επενδυτών, στελεχών της R.B.S μεσαίας κλίμακας, εργαζομένων στην εξαγορασθείσα Natwest και σε 91 ακόμη οργανισμούς στράφηκαν νομικά κατά του Διευθύνοντος Συμβούλου της R.B.S Fred Goodwin του πρώην Διευθυντή Tom Mc Killor του πρώην επικεφαλής του τμήματος επενδύσεων Johnny Cameron καθώς και κατά του ίδιου του τραπεζικού οργανισμού σε μια νομική κίνηση ύψους 3 δις βρετανικών λιρών.

Το Δεκέμβριο του 2010 η ανεξάρτητη αρχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών Financial Services Authority (F.S.A) εξέδωσε μια ανακοίνωση 298 λέξεων και έκλεισε την έρευνα για την R.B.S με το συμπέρασμα ότι κακές αποφάσεις παρά έλλειψη ειλικρίνειας προκάλεσαν την κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού.

Στον Fred Goodwin και τα λοιπά επιτελικά στελέχη της R.B.S δεν επιβλήθηκαν τελικά ποινές από τις αρμόδιες αρχές.

Επιπρόσθετα αυξήθηκε η πολιτική και γενικότερα η δημόσια πίεση στην ανεξάρτητη αρχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (F.S.A) προκειμένου να αποκαλύψει την πλήρη αναφορά για τα αίτια της κατάρρευσης.

Ωστόσο το F.S.A δήλωσε ότι λόγω νομικών κωλυμάτων ήταν ανέφικτο να δημοσιευτούν λεπτομερώς τα όποια ευρήματα.

Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η κατάρρευση της Royal Bank of Scotland είναι αποτέλεσμα μιας πληθώρας παραγόντων που έχουν τόσο συμπεριφορική όσο και χρηματοπιστωτική βάση.

Συμπεριφορικά σφάλματα και λοιπά συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία οδήγησαν στην κατάρρευση της Royal Bank of Scotland.

Καθοριστικής σημασίας για την κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού της Royal Bank of Scotland υπήρξε ο ρόλος του Διευθύνοντος Συμβούλου της Fred Goodwin ο οποίος ανέλαβε τη διοίκηση του το 2000.

Η υπέρμετρη αυτοπεποίθηση (**overconfidence**) και η υπερβολική αισιοδοξία (**overoptimism**) είναι δύο συμπεριφορικά σφάλματα τα οποία διαπράχθησαν από τον CEO F. Goodwin και τα λοιπά επιτελικά στελέχη της R.B.S, και οδήγησαν στη μεγαλύτερη αποτυχία στη Βρετανική Εταιρική ιστορία.

Λόγω των παραπάνω συμπεριφορικών σφαλμάτων ο F. Goodwin πραγματοποίησε έναν εξωφρενικά μεγάλο αριθμό εξαγορών, 20 μέσα σε χρονικό διάστημα μόλις 14 μηνών. (**Hybris Hypothesis**) σε μία προσπάθεια να δημιουργήσει αξία για την τράπεζα και τους μετόχους της.

Αποκορύφωμα των αλλεπάλληλων εξαγορών που πραγματοποίησε ο Goodwin υπήρξε η εξαγορά της ολλανδικής ανταγωνιστικής τράπεζας ABN-AMRO η οποία μετέτρεψε τη R.B.S σ' έναν παγκόσμιο διεκδικητή εξαγορών σε μια προσφορά αξίας 100 δις δολαρίων σε ένα δυσοίωνα για την παγκόσμια οικονομία περιβάλλον.

Μέσω της υλοποίησης της εξαγοράς της ABN-AMRO ο Goodwin έθεσε σε κίνδυνο τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας της R.B.S καθώς διέθεσε όλα τα στοιχεία του ενεργητικού (**assets**) και ανέλαβε όλους τους κινδύνους (**risks**) για λογαριασμό του τραπεζικού συνεταιρισμού που είχε δημιουργήσει με τις άλλες δύο τράπεζες.

Είναι αξιοσημείωτο ότι η εν λόγω εξαγορά η οποία οδήγησε το κεφάλαιο του τραπεζικού αυτού κολοσσού σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα δεν θα είχε πραγματοποιηθεί μετά την εφαρμογή της νέας νομοθεσίας η οποία τέθηκε σε ισχύ στη διάρκεια της τραπεζικής κρίσης.

Τα ψυχολογικά χαρακτηριστικά του F. Goodwin οδήγησαν στη διαμόρφωση μια ιδιαίτερα απαιτητικής εταιρικής κουλτούρας, η οποία οδήγησε στην ανάληψη συγκεκριμένων ρίσκων που θα έπρεπε να αντιμετωπιστούν με ιδιαίτερη προσοχή.

Το ψυχολογικό προφίλ του CEO της R.B.S συνέβαλε αποφασιστικά στη διατάραξη της σχέσης κινδύνου (**Risk**) και απόδοσης (**Return**) η οποία όπως είναι γνωστό έχει διαφορετική δομή στις τράπεζες συγκριτικά με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις.

Η αποτυχία στην οποία οδηγήθηκε ο τραπεζικό κολοσσός λόγω της ανάληψης υπερβολικά μεγάλου ρίσκου μέσω της διενέργειας επιθετικών εξαγορών είχε δυσμενές αντίκτυπο όχι μόνο για την R.B.S και τους μετόχους της αλλά και για ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο το οποίο βίωνε τις συνέπειες μια ευρύτερης οικονομικής καταστροφής.

Ο αυταρχικός Διευθύνων Σύμβουλος της R.B.S έδωσε στη διάρκεια της θητείας του μεγαλύτερη έμφαση στο αναμενόμενο εισόδημα, στα κέρδη, στα στοιχεία του Ενεργητικού και τη μόχλευση αγνοώντας ταυτόχρονα θέματα που συνδέονταν με την κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα καθώς και την ποιότητα των στοιχείων του Ενεργητικού του τραπεζικού οργανισμού που διοικούσε.

Ο CEO της R.B.S όπως και πολλά άλλα επιτελικά στελέχη τα οποία βρίσκονται στην κορυφή της ιεραρχίας ενός επιχειρηματικού οργανισμού πίστευε εσφαλμένα ότι μπορεί να ελέγξει το ρίσκο το οποίο συνδέεται με τις όποιες επιχειρηματικές αποφάσεις καλούνταν να λάβει σε κάθε περίπτωση.

Μέσα από τη συγκεκριμένη διαδικασία ο Goodwin αναλάμβανε συνεχώς περισσότερο ρίσκο το οποίο υπερέβαινε τα όποια όρια συνετότητας.

Η παραπάνω περιγραφή συνδέεται με την διάπραξη από τον CEO της R.B.S του γνωστικού συμπεριφορικού σφάλματος της ψευδαίσθησης του ελέγχου (**illusion of control**) το οποίο αποτελεί μια από τις διαστάσεις μια υπέρμετρης αυτοπεποίθησης (**overconfidence**) που τον διακατείχε.

Η R.B.S είχε αρχίσει να υιοθετεί από τα τέλη Ιουνίου του 2007 ένα περισσότερο επικίνδυνο προφίλ ρευστότητας το οποίο στηριζόταν σε χονδρική χρηματοδότηση (**wholesale funding**), βραχυπρόθεσμης διάρκειας (**short-term**) και το οποίο οδήγησε στην έκθεση της σε πολύ υψηλό κίνδυνο ρευστότητας συγκριτικά με τους υπόλοιπους τραπεζικούς οργανισμούς.

Ο CEO Fred Goodwin καθοδηγούμενος από την υπέρμετρη αυτοπεποίθηση που τον διακατείχε προέβη στην εξαγορά της ABN-AMRO αυξάνοντας την έκθεση της R.B.S σε Δομημένα Χρεωστικά Ομόλογα (**CDOS**) καθώς και σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων του Ενεργητικού γεγονός το οποίο συνέβαλε αποφασιστικά στην πραγματοποίηση πολύ μεγάλων ζημιών για τον τραπεζικό οργανισμό.

Συγκεκριμένα η R.B.S ως ηγέτης του τραπεζικού συνεταιρισμού ο οποίος διεκδικούσε την ABN-AMRO διέθεσε 4,3 δις ευρώ σε μετοχές της και 22,6 δις ευρώ σε μετρητά τα οποία προέρχονταν κυρίως από ξένα κεφάλαια βραχυπρόθεσμης διάρκειας και όχι από τα ίδια περιουσιακά στοιχεία.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι από τα 22,6 δις ευρώ τα 12,3 είχαν χρονικό ορίζοντα ενός έτους ή και μικρότερο.

Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η στρατηγική χρηματοδότησης που ακολούθησε η R.B.S αναφορικά με την εξαγορά της ABN-AMRO ήταν εξαιρετικά επικίνδυνη και είχε αμιγώς συμπεριφορική βάση.

Η R.B.S καθοδηγούμενη από την υπέρμετρη αισιοδοξία του CEO Fred Goodwin κατέβαλε ένα υπερβολικά μεγάλο ποσό στα πλαίσια μια ανταγωνιστικής δημοπρασίας με την Barclays για την απόκτηση της ABN-AMRO χωρίς να εκτιμήσει την πραγματική αξία της τράπεζας- στόχου.

Το παραπάνω συμπεριφορικό φαινόμενο είναι γνωστό και ως «κατάρρα του νικητή» (**winner's curse**) και συνδέεται με την προσπάθεια της R.B.S να αναδειχτεί νικητήρια στην υπό διαπραγμάτευση εξαγορά χωρίς να λάβει υπόψη τις επιμέρους παραμέτρους που συνδέονταν με την υλοποίηση της.

Τα επιτελικά στελέχη της R.B.S βασιζόμενα σε πληροφορίες που είχαν ήδη στη διάθεση τους, έκαναν λανθασμένη εκτίμηση των ρίσκων που είχαν αναλάβει για λογαριασμό της και έδειξαν αδυναμία να αναπροσρμόσουν την υιοθετούμενη στρατηγική σε θέματα ρίσκου μετά την κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων (sub-prime market) στα τέλη του 2006 και στις αρχές του 2007.

Μέσα από την υιοθέτηση της παραπάνω συμπεριφοράς τα στελέχη της R.B.S διέπραξαν το γνωστό συμπεριφορικό σφάλμα της διαθεσιμότητας (**availability bias**) και δεν κατόρθωσαν να προσαρμοστούν στις αλλαγές ενός διαρκώς μεταβαλλόμενου οικονομικού περιβάλλοντος όπως αυτό διαμορφώθηκε στη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε στα τέλη του 2007.

Ο Fred Goodwin έχοντας στο ενεργητικό του την εξαιρετικά επιτυχημένη εξαγορά της Natwest Bank η οποία όπως προαναφέραμε οδήγησε στη δημιουργία του τρίτου σε μέγεθος τραπεζικού ομίλου στο Ηνωμένο Βασίλειο, θεώρησε ότι μπορεί να επαναλάβει την προγενέστερη επιτυχία του δίνοντας ακόμη μεγαλύτερη ώθηση στον τραπεζικό οργανισμό που διοικούσε.

Η προσκόλληση – αγκίστρωση (**anchoring**) του Goodwin στην παρελθούσα επιτυχημένη εξαγορά τον οδήγησε στη διάπραξη του αντίστοιχου συμπεριφορικού σφάλματος (**anchoring bias**) και έθεσε τις βάσεις για την επικείμενη κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού της R.B.S.

Ο Goodwin αγνόησε τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης οι οποίες είχαν επηρεάσει σε σημαντικό βαθμό και την υπό εξαγορά τράπεζα της ABN-AMRO μένοντας ταυτόχρονα προσκολλημένος στα θετικά αποτελέσματα της εξαγοράς της Natwest Bank.

Η εξαγορά της ABN-AMRO από τη Royal Bank of Scotland είχε πραγματοποιηθεί σε λάθος τιμή (υπερβολικά υψηλή), με λάθος τρόπο χρηματοδότησης (ξένα κεφάλαια βραχυπρόθεσμης διάρκειας αντί με ίδια περιουσιακά στοιχεία) τη λάθος χρονική στιγμή (στο ξεκίνημα της χρηματοπιστωτικής κρίσης) ήταν δηλαδή μια καθ'όλα λάθος συμφωνία και αποτέλεσε το μεγαλύτερο σφάλμα στην ιστορία της τράπεζας όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο Stephen Hester ο οποίος διαδέχτηκε τον Fred Goodwin στη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου μετά την κατάρρευση του τραπεζικού οργανισμού.

Σημαντικές ευθύνες σε ότι αφορά την αποτυχία της R.B.S εντοπίζονται και στο Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο τη διοικούσε.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Royal Bank of Scotland απαρτιζόταν από 17 μέλη ήταν δηλαδή αρκετά μεγάλο, γεγονός το οποίο δεν του επέτρεπε να είναι ευέλικτο στη λήψη των όποιων αποφάσεων καθώς και να ανταποκρίνεται επαρκώς στις όποιες προκλήσεις τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνταν.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της R.B.S είχαν επιπρόσθετα αναπτύξει ομαδικό τρόπο σκέψης (**group think**) γεγονός το οποίο αποδεικνύεται από τον υψηλό βαθμό ρίσκου που εμπεριείχαν οι αποφάσεις τους καθώς και από την ύπαρξη ενός κυρίαρχου Διευθύνοντος Συμβούλου όπως ήταν ο Fred Goodwin. Παράλληλα το Δ.Σ της R.B.S είχε στη σύνθεση του περισσότερα μη εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη (**non executive directors**) ενώ λόγω του αντικειμένου εργασιών της θα έπρεπε να διαθέτει περισσότερα στελέχη με εξειδίκευση στον τραπεζικό τομέα (**bank expertise**).

Αξιοσημείωτο είναι επίσης και το γεγονός ότι ενώ τα επιτελικά στελέχη της R.B.S είχαν αντιληφθεί έγκαιρα τις επερχόμενες απώλειες δεν αποφάσιζαν να τερματίσουν τις επενδυτικές θέσεις που είχαν αναλάβει καθώς και να ελέγξουν το

αναλαμβανόμενο ρίσκο σε μία προσπάθεια αποστροφής της σίγουρης απώλειας (**aversion to a sure loss**).

Καθοριστικό ρόλο στην κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού της R.B.S έπαιξε και ο οικονομικός διευθυντής Guy Whittaker ο οποίος έδειξε μεγάλη ανεξαρτησία σε ότι αφορά τη λήψη αποφάσεων στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης λαμβάνοντας σε συνεργασία με τα υπόλοιπα επιτελικά στελέχη, επιχειρηματικές αποφάσεις υψηλού κινδύνου όπως η εξαγορά της ABN-AMRO.

Συμπεράσματα

Πολλοί υπήρξαν ο παράγοντες οι οποίοι οδήγησαν στην κατάρρευση της R.B.S: οι λανθασμένες αποφάσεις management, η υπερστήριξη της σε επικίνδυνη βραχυπρόθεσμης διάρκειας χρηματοδότηση, η ανεπαρκής Εταιρική Διακυβέρνηση, η εταιρική κουλτούρα είναι μερικοί από αυτούς.

Καθοριστικής σημασίας υπήρξε και το ανεπαρκές κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο όπως αυτό παρεχόταν από τις αρμόδιες αρχές.

Η ανεξάρτητη αρχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών Financial Services Authority (F.S.A) η οποία ενέκρινε την εξαγορά της ABN-AMRO καθώς και την έκδοση νέων μετοχών αξίας 12 δις βρετανικών λιρών για την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης της R.B.S ήταν αναμφισβήτητα ένας από τους υπόλογους για την κατάρρευση φορείς.

Τα παραπάνω στοιχεία σε συνδυασμό με τα συμπεριφορικά σφάλματα που διέπραξαν τα επιτελικά στελέχη της R.B.S καθώς και η συνολική συστημική κρίση η οποία ξεκίνησε στα τέλη του 2007 οδήγησαν στον τερματισμό μιας επιτυχημένης πορείας πολλών δεκαετιών, όπως αυτή της Royal Bank of Scotland.

Μελέτη περίπτωσης 5

Enron

Ιστορικό

Η εταιρία προέκυψε από την συγχώνευση δύο εταιριών φυσικού αερίου της Houston Natural Gas και της InterNorth η οποία πραγματοποιήθηκε το 1985.

Στη διάρκεια των ετών που ακολούθησαν την ίδρυση της η απελευθέρωση (**deregulation**) της αγοράς φυσικού αερίου της επέτρεψε να γίνει μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου διαθέτοντας ένα τεράστιο δίκτυο αγωγών φυσικού αερίου το οποίο εκτεινόταν στις Η.Π.Α αλλά και σε χώρες όπως ο Καναδάς, η Αργεντινή, η Βολιβία, η Κεντρική και Βόρεια Αμερική, η Κίνα και η Ινδία.

Το Νοέμβριο του 1999 η Enron παρουσίασε την Enron Online μια πλατφόρμα συναλλαγών φυσικού αερίου η οποία της επέτρεψε να λειτουργεί περισσότερο ως χρημοοικονομική εταιρεία παρά ως εταιρεία διαχείρισης φυσικού αερίου.

Στη διάρκεια του έτους προχώρησε σε ενασχόληση με υπηρεσίες διαδικτύου και τηλεπικοινωνιών εισάγοντας καινοτομίες όπως το broadband.

Σύντομα το 2001 η Enron μετατράπηκε από εταιρεία διαχείρισης φυσικού αερίου σε μια κοινοπραξία εταιριών διαδικτύου και τηλεπικοινωνιών.

Η εταιρία ανέπτυξε ένα εφυές δίκτυο υψηλής ταχύτητας με τηλεφωνικές γραμμές οι οποίες χρησιμοποιούνταν για την παράδοση ταινιών που προορίζονταν για οικιακή προβολή, προσφέροντας ταυτόχρονα νέες βελτιωμένες υπηρεσίες διαδικτύου.

Στην εν λόγω κοινοπραξία περιλαμβάνονται επίσης εταιρίες ηλεκτρικής ενέργειας, διαχείρισης υδάτων, πολτοποίησης και επεξεργασίας χαρτιού κ.α

Η Enron δραστηριοποιούμενη με επιτυχία σε όλους τους παραπάνω κλάδους προσπάθησε να διατηρήσει τις ισορροπίες σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες κολοσσούς οι οποίες είχαν ήδη μακροχρόνια παρουσία στους τομείς ενασχόλησής τους.

Η αλλαγή στην εταιρική δομή της Enron (από εταιρεία διαχείρισης φυσικού αερίου σε κοινοπραξία εταιριών διαφορετικών αντικειμένων) την έκανε να μοιάζει για τη Wall Street με εταιρία της νέας οικονομίας, μια εταιρεία αναπτυσσόμενη η οποία κοιτούσε μπροστά υιοθετώντας επιτυχώς τις όποιες απαιτούμενες αλλαγές.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η Enron είχε αυτοπροσδιοριστεί ως εταιρία που είχε όραμα και επεδίωκε με κάθε τρόπο την υλοποίησή του.

Όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ο C.F.O της εταιρείας Jeffrey Skilling η εταιρία ήταν παραγωγός νέων ιδεών και όχι προϊόντων κάτι που ο ίδιος αποκαλούσε **Intellectual Capital**.

Η εταιρεία μετατράπηκε σύντομα από εταιρεία παγκόσμιος ηγέτης στον τομέα της ενέργειας σε εταιρία με παγκόσμια ηγετική παρουσία γενικά, κάτι το οποίο επισφραγίστηκε με την άνοδό της στην κορυφή του δείκτη **Fortune 500**.

Η επίδραση όλων των παραπάνω γεγονότων στη μετοχή της εταιρίας ήταν τεράστια.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι η τιμή της μετοχής της αυξήθηκε κατά 56% το 1999 και κατά 87% το έτος 2000.

Τον Αύγουστο του 2000 και ενώ η φούσκα των εταιριών πληροφορικής ήταν στην κορυφή της, η μετοχή της εταιρίας έφτασε στην υψηλότερη τιμή της στα \$90,56 και η κεφαλαιοποίηση της ξεπερνούσε τα 60 δις δολάρια κάτι το οποίο ισοδυναμούσε με 70 φορές τα κέρδη της και έξι φορές τη λογιστική της αξία.

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι τα έσοδα της κατά το τρίτο τρίμηνο του 2000 είχαν αυξηθεί πάνω από 150% συγκριτικά με τα αντίστοιχα έσοδα του προηγούμενου έτους κάτι που ισοδυναμούσε με έσοδα 30 δις δολαρίων.

Τα συνολικά έσοδα της εταιρίας κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2000 είχαν αυξηθεί σε 60 δις δολάρια από 20 δις δολάρια που ήταν το 1999.

Μέσα σε μια πενταετία η Enron είχε ανάπτυξη ανάλογη με τους ανταγωνιστές κολοσσούς της τεχνολογίας όπως η Cisco, η Microsoft και η G.E.

Η Enron ήταν η αγαπημένη εταιρία των μέσω μαζικής ενημέρωσης και το περιοδικό Fortune την είχε ιεραρχήσει ανάμεσα στις πιο καινοτόμες μεγάλες εταιρίες στις Η.Π.Α, στην έρευνά του για τις πιο αξιόλογες εταιρίες για έξι συνεχόμενα έτη από 1996 έως το 2001.

Αναμφισβήτητα η Enron ήταν εταιρία νικητών:Ο C.F.O Jeffrey Skilling θεωρείται ο πιο έξυπνος εταιρικός ηγέτης στις Η.Π.Α ο οποίος υποστήριζε ότι η Enron είχε βρει το πιο επιτυχημένο εταιρικό μοντέλο το οποίο μπορούσε να προσαρμόσει σε κάθε αγορά.

Ο C.E.O Kenneth Lay ετοίμαζε το έδαφος για την παγκόσμια επέκταση της και πίστευε ότι η επιτυχία αφορά άτομα που μπορούν να προβλέψουν

επερχόμενες επαναστατικές αλλαγές, να εκμεταλλευτούν το χάος που θα τις ακολουθήσει και τελικά να αναδειχτούν νικητές.

Ο Lay ισχυριζόταν επίσης ότι αποτελούσε τεράστια ευκαιρία το να αφήσουν τις δυνάμεις της αγοράς να διαμορφώσουν την τιμή του φυσικού αερίου και όχι τις εκάστοτε κυβερνήσεις δημιουργώντας έτσι τεράστια οφέλη για όλα τα εμπλεκόμενα μέρη.

Ο αγώνας για την απελευθέρωση της αγοράς φυσικού αερίου αποτελούσε επίσης μια βασική αποστολή της δραστηριότητας του Lay.

Το 2001 οι προβλέψεις μιλούσαν για άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρίας σε \$126 κάτι το οποίο θα είχε αύξηση κατά ένα επιπλέον 30% εφόσον πετύχαινε το broadband.

Στο σημείο αυτό αξίζει να προσθέσουμε ότι η Enron συνέδεσε τη λειτουργία της με μια σειρά **καινοτόμων ιδεών**.

Πιο συγκεκριμένα ήταν η εταιρεία η οποία υλοποίησε το πρώτο **Swap φυσικού αερίου** σε συνεργασία με την εταιρία Louisiana.

Οι συναλλαγές φυσικού αερίου έγιναν τόσο δημοφιλείς ώστε το χρηματιστήριο εμπορικών συναλλαγών της Ν. Υόρκης (**New York Mercantile Exchange**) ίδρυσε μια αγορά για **futures** φυσικού αερίου (συμβόλαια αγοράς και πώλησης φυσικού αερίου σε προκαθορισμένη τιμή σε μια μελλοντική ημερομηνία).

Στην αναπτυσσόμενη αυτή αγορά η Enron έθετε τις τιμές ελέγχοντας την ταυτόχρονα.

Παράλληλα το 1991 η Enron Gas Services προσλαμβάνει τον assistant controller Rick Causey προκειμένου να πείσει την **Securities & Exchange Commission** αναφορικά με τα πραγματοποιούμενα από τις διάφορες συναλλαγές κέρδη της.

Η μέθοδος που χρησιμοποίησε ήταν γνωστή ως **Mark to Market** μια μέθοδος της Λογιστικής η οποία χρησιμοποιούνταν για πρώτη φορά από εταιρία ενέργειας.

Ο Causey έπεισε την **S.E.C** να αντιμετωπίζει κάθε συμβόλαιο χωριστά μετρώντας τον πιστωτικό κίνδυνο για τους μετόχους της Enron από την πρώτη μέρα έναρξης του συμβολαίου.

Η εν λόγω πρακτική εξασφάλιζε μακροπρόθεσμα κέρδη από την πρώτη μέρα του συμβολαίου τα οποία ωστόσο δεν αποτελούσαν πραγματικό χρήμα.

Η Enron είχε ενταχθεί και σε **Special Purpose Entities**, δημοφιλή χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία επέτρεπαν στις επιχειρήσεις να αναπτύσσονται χωρίς να αυξάνουν το χρέος τους. Το χρέος των **S.P.E** δεν θα εμφανιζόταν στον ισολογισμό της εταιρίας.

Η εταιρία εισήγαγε επίσης στην αγορά ένα νέο προϊόν για το αέριο το **volumetric production payment (v.p.p)** το οποίο χρησιμοποιούνταν τόσο ως χρηματοοικονομικό προϊόν όσο και ως μέσο αντιστάθμισης κινδύνου.

Η Enron χρησιμοποιούσε την αξία των **v.p.p** προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα χαμηλού επιτοκίου και εκτός προϋπολογισμού **Special Purpose Entities**.

Τέλος σε ότι αφορά τον τομέα των καινοτομιών, η Enron επένδυσε στα μέσα της δεκαετίας του '90 σε μεγαλύτερη ανάπτυξη μέσω εξαγορών προσθέτοντας στο λεξιλόγιο της την έννοια **shareholder value**.

Είναι άλλωστε γεγονός ότι το management της εταιρίας ήταν εστιασμένο περισσότερο στους **μετόχους** παρά στους **πελάτες**.

Ωστόσο παρά την ανοδική πορεία της τιμής της μετοχής της, τις κερδοφόρες επιχειρηματικές συμφωνίες σε πολλά και διαφορετικά επιχειρηματικά πεδία, την υιοθέτηση καινοτομιών και την παγκόσμια προβολή στις 2 Δεκεμβρίου του 2001 η Enron χρεοκόπησε σημειώνοντας τη μεγαλύτερη χρεοκοπία στην ιστορία των Η.Π.Α.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω γεγονότων, 4000 άτομα έχασαν την εργασία τους καθώς και τις αποταμιεύσεις μια ζωής. Η τιμή της μετοχής έπεσε στα 0,10 cents του δολαρίου οδηγώντας ταυτόχρονα σε απώλειες επενδύσεων ύψους 11 δις δολαρίων.

Ο C.F.O της εταιρίας Jeffrey Skilling όπως αποδείχτηκε εκ των υστέρων ήταν προετοιμασμένος για το σκηνικό της καταστροφής καθώς λίγους μήνες νωρίτερα ο ίδιος και η συζυγός τους βιάστηκαν να πουλήσουν μυστικά μετοχές της Enron αξίας πολλών εκατομμυρίων δολαρίων.

Πολλά ερωτηματικά δημιουργούσε ωστόσο και η συμπεριφορά του C.E.O της εταιρίας Ken Lay ο οποίος, λίγο πριν την κατάρρευση στις 26 Σεπτεμβρίου

2001 είχε δηλώσει ότι η μετοχή της Enron αποτελούσε μια απίστευτη ευκαιρία και τα κέρδη του τρίτου τετραμήνου αναμένονταν να είναι μεγάλα.

Ωστόσο ένα μήνα αργότερα η Enron παρουσίας απώλειες ύψους 618 εκατομμυρίων δολαρίων για το τρίτο τετράμηνο ανοίγοντας το δρόμο για την επικείμενη χρεοκοπία του Δεκεμβρίου καθώς και την αμφισβήτηση του ρόλου του Lay στο όλο ζήτημα.

Οι συνέπειες της κατάρρευσης φάνηκαν πολύ σύντομα: οι όποιες προσπάθειες διάσωσης της Enron μέσω συνεργασιών πέφτουν στο κενό.

Στις 23 Ιανουαρίου του 2002 ο Lay παραιτείται από το C.E.O της Enron.

Στο μεταξύ η υπόθεση της Enron έχει πάρει το δρόμο της δικαιοσύνης: 78 κατηγορίες συνωμοσίας ξεπλύματος χρημάτων και απάτης αποδίδονται στον Financial Officer της εταιρίας Andrew Faston στον οποίο επιβλήθηκε ποινή κάθειρξης 10 ετών.

Στον ανώτατο οικονομικό διευθυντή της εταιρίας Jeffrey Skilling οι κατηγορίες που αποδόθηκαν ήταν εσωτερική πληροφόρηση και παραποίηση χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Η ποινή που του επιβλήθηκε ήταν 24 χρόνια φυλάκισης και το σκηνικό της καταστροφής δεν σταματάει εδώ: πολλά στελέχη της υπό την πίεση των καταστάσεων βάζουν τέρμα στη ζωή τους και η 7^η μεγαλύτερη εταιρία των Η.Π.Α η Enron βυθίζεται στην καταστροφή.

Συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία οδήγησαν στην καταστροφή της Enron

Η απάντηση που θα μπορούσε κανείς να δώσει στο ερώτημα για το ποιός ευθύνεται για την καταστροφή της Enron είναι: πολλοί.

Τα επιτελικά στελέχη της επιχείρησης, η ελεγκτική εταιρία Arthur Andersen και τα συμπεριφορικά λάθη που οι παραπάνω διέπραξαν αποτελούν συνιστώσες της κολοσσιαίας καταστροφής.

Είναι γνωστό ότι η πληθώρα εξαγορών που πραγματοποίησε η εταιρία καθοδηγούμενη από την υπόθεση της ύβρης (**Hybris Hypothesis**) οδήγησε στην εμφάνιση ενός άλλου συμπεριφορικού φαινομένου αυτού της κατάρας του νικητή (**Winner's Curse**).

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η συμφωνία της εταιρίας με την εταιρία πετρελαίου **Australian Company Bridge Oil Limited** η οποία διέθετε μια θυγατρική εταιρία στις Η.Π.Α.

Η Enron προσέφερε για την απόκτησή της 263 εκατομμύρια δολάρια (63 cents ανα μετοχή) προσφέροντας ουσιαστικά 4 cents περισσότερα από την αντίπαλη εταιρία **Parker and Parsley**.

Ο ηγέτης της εν λόγω συμφωνίας Cliff Baxter χαρακτηριζόταν από υψηλή συγκέντρωση στο στόχο του και προχωρούσε μια συμφωνία μέχρι να πετύχει τους όρους που επιθυμούσε.

Ο Baxter πραγματοποίησε αλληπάλληλα ταξίδια από το Houston στο Sydney, προσέλαβε αυστραλούς δικηγόρους, μια τοπική επενδυτική τράπεζα και τη γνωστή αμερικανική εταιρία δημοσίων σχέσεων Hill & Knowlton δαπανώντας 200.000 δολάρια ,έχοντας ένα και μοναδικό στόχο: Να **κερδίσει** τη συγκεκριμένη εξαγορά.

Ακολουθεί μια χρονική περίοδος όπου οι δύο εταιρίες που διεκδικούν την Brige διατυπώνουν ανταγωνιστικές προσφορές αυξάνοντας την τιμή ανά μετοχή.

Σύντομα ωστόσο η Enron θα ενημερωθεί ότι η Parker and Parsley είχε ήδη σιωπηρά αποκτήσει το 21% της Bridge γεγονός το οποίο αποδείκνυε ότι η Enron Gas Services ήταν απίθανο να κερδίσει τον έλεγχο της υπό εξαγορά εταιρίας. Το αποτέλεσμα όλων αυτών των προσπαθειών για την πραγματοποίηση νικηφόρας εξαγοράς στέφθηκε με απόλυτη αποτυχία.

Το σκηνικό επαναλήφθηκε με την εξαγορά της εταιρίας **Coda Energy** για την οποία η Enron πλήρωσε 197 εκατομμύρια δολάρια ποσό το οποίο αντιστοιχούσε σε 7 ή 8 φορές τα τρέχοντα κέρδη της εταιρίας και συνιστούσε μια πολύ υψηλή τιμή για εταιρίες πετρελαίου και φυσικού αερίου.

Το ερώτημα των επιτελικών στελεχών της Enron ήταν γιατί η εταιρία προσπαθούσε να πουλήσει κορυφαίες εταιρίες του χαρτοφυλακίου της όπως η Enron Gas Services αποκτώντας ταυτόχρονα άλλες υποδεέστερες όπως η Coda Energy.

Η απάντηση ήταν ότι η παραπάνω πρακτική αποτελούσε αντιστάθμιση κινδύνου για άλλες **capital and trade** επιχειρήσεις της Enron.

Η αγορά και η υπερπληρωμή για εταιρίες όπως η Coda Energy ήταν μια μακροπρόθεσμη στρατηγική με πολλές βραχυπρόθεσμες ωφέλειες.

Το σκηνικό ολοκληρώνεται με τη διαπραγμάτευση συγχώνευσης της Enron με την Portland General μιας μεγάλης επιχείρησης με έδρα το Όρεγκον.

Η εν λόγω εξαγορά ήταν δύσκολη και υπερτιμημένη και στοίχισε στην Enron 3 δις δολάρια παρέχοντας ταυτόχρονα 48% premium στους μετόχους.

Η προσπάθεια της Enron να υπερπληρώνει όλες τις πραγματοποιούμενες εξαγορές και να αναδεικνύεται πάντα νικητής προκειμένου να αποφύγει το δημόσιο διασυρμό της είχε λάβει χώρα για ακόμα μια φορά.

Τα επιτελικά στελέχη της Enron και κυρίως ο C.E.O Ken Lay και ο C.F.O Jeffrey Skilling χαρακτηρίζονταν από υπέρμετρη αισιοδοξία (**overoptimism**) καθώς και υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση (**overconfidence**) συμπεριφορικά σφάλματα τα οποία αποτυπώνονται σε κάθε επιχειρηματική τους κίνηση.

Λόγω των παραπάνω χαρακτηριστικών τα στελέχη της Enron αναλάμβαναν υψηλότερο ρίσκο από το επιτρεπτό θέτωντας σε κίνδυνο το μέλλον της εταιρίας και των μετόχων της.

Ένα σφάλμα που επίσης διαπράχθηκε από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρίας Ken Lay είναι αυτό της προβολής (**projection bias**).

Ο Lay απέδωσε την κατάρρευση της Enron σε άλλα άτομα καθώς και στα μέσα μαζικής ενημέρωσης υποβαθμίζοντας το δικό του επιτελικό ρόλο στα πλαίσια της εταιρίας.

Από τα παραπάνω γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι λανθασμένες αποφάσεις και ενέργειες του Lay συνοδευόταν από ένα βάρος το οποίο ήταν τόσο μεγάλο που δεν μπορούσε να το διαχειριστεί μόνος του.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειώσουμε ότι η ψευδαίσθηση του ελέγχου (**illusion control**) που διέθεταν τα επιτελικά στελέχη της Enron τα οδηγούσε στην υλοποίηση παράτολμων επιχειρηματικών ιδεών οι οποίες έθεταν σε κίνδυνο το μέλλον της εταιρίας.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η απόφαση των στελεχών της Enron να πουλάει σε αγοραστές φυσικό αέριο χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία που χρησιμοποιούν οι τράπεζες κατά τη διαδικασία δανεισμού χρημάτων.

Μέσω της παραπάνω διαδικασίας η Enron δεν θα ήταν μόνο διαμεσολαβητής στις συναλλαγές αλλά και προμηθευτής φυσικού αερίου ο οποίος θα εγγυόταν και την τιμή του αγαθού για το δίκτυο πελατών της.

Η παραπάνω ιδέα ήταν πολύ καλή, η υλοποίησή της ωστόσο απαιτούσε την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου από τα επιτελικά στελέχη της Enron.

Η γνώση και ο απόλυτος έλεγχος της αγοράς ήταν επιβεβλημένα αυξάνοντας ωστόσο σε υπερβολικό βαθμό το αναλαμβανόμενο από την εταιρία ρίσκο.

Ένα συμπεριφορικό φαινόμενο το οποίο είχε καθοριστικό ρόλο στην κατάρρευση της Enron ήταν οι διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης γνωστό και ως **Agency Conflicts**.

Η πορεία της Enron ήταν γεμάτη από τέτοιου είδους διενέξεις.

Η θυγατρική εταιρία της Enron, Enron Global Power (αποσχίστηκε από τη μητρική εταιρία το 1994) ανέπτυξε διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης με τη μητρική εταιρία, κάτι το οποίο είχε δυσμενείς επιπτώσεις για την πορεία και την ανάπτυξη της.

Η εταιρία της οποίας η μετοχή διαπραγματευόταν στο χρηματιστήριο αγόραζε εγκαταστάσεις ενέργειας και δίκτυα αγωγών στον τρίτο κόσμο.

Η μητρική εταιρία κατείχε το 52% των μετοχών της Enron Global Power η οποία λογιζόταν ως αυτόνομη εταιρία.

Ο Πρόεδρος της θυγατρικής αυτής εταιρίας κατηγορήσε τα επιτελικά στελέχη της Enron ότι αύξαναν την τιμή των ενεργειακών προϊόντων προκειμένου να αυξήσουν την αποζημίωση τους καθώς και ότι χρησιμοποιούσαν κάποιες λογιστικές πρακτικές με ανορθόδοξο τρόπο προκειμένου να κρατήσουν το κόστος των όποιων αποτυχημένων συμφωνιών εκτός των βιβλίων της Enron.

Η υιοθέτηση των παραπάνω πρακτικών οδήγησε στην ανάπτυξη διενέξεων σε θέματα εκπροσώπησης ανάμεσα στους μετόχους της Enron και της Enron Global Power.

Διενέξεις σε θέματα εκπροσώπησης αναπτύχθηκαν και από τη σχέση της Enron με την ελεγκτική εταιρία Arthur Andersen.

Η Arthur Andersen κατηγορήθηκε για προνομιακή μεταχείριση της Enron και πρόεβει προκειμένου να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα της, σε μια σειρά από παράνομες πράξεις οι οποίες αφορούσαν απάτες παραποίησης αξιογράφων,

τροποποίησης χρηματοοικονομικών καταστάσεων, χειραγώγησης των μετοχών της εταιρίας και γενικά εξαπάτησης των μετόχων της.

Η Enron πίεζε την Arthur Andersen να εφαρμόσει επιθετικές στρατηγικές λογιστικής προς όφελος της γεγονός το οποίο δημιούργησε προβλήματα στην ελεγκτική εταιρία.

Όταν στη συνέχεια η Enron κατέρρευσε συμπάρεσσε στην καταστροφή και την ελεγκτική εταιρία η οποία μέχρι εκείνη τη στιγμή ήταν μια από τις πέντε μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρίες παγκοσμίως.

Ένα ομαδικό συμπεριφορικό σφάλμα το οποίο συνέβαλε αποφασιστικά στην κατάρρευση της Enron ήταν και η ανάπτυξη από τα επιτελικά της στελέχη ομαδικού τρόπου σκέψης (**groupthink**) ο οποίος εκφραζόταν από την ομοφωνία που υπήρχε σε κάθε ψηφοφορία στα πλαίσια του Δ.Σ της εταιρίας.

Τέλος ένα συμπεριφορικό φαινόμενο που οδήγησε στην πτώχευση της Enron ήταν η αδυναμία των επιτελικών στελεχών της να αρνηθούν τη χορήγηση αποζημιώσεων με τη μορφή υψηλών χρηματικών ανταμοιβών ή δικαιωμάτων επί μετοχών.

Τα στελέχη προκειμένου να εξασφαλίσουν υψηλές χρηματικές απολαβές ή για να έχουν προνομιακή πρόσβαση στις μετοχές της εταιρίας προχώρησαν στη διάπραξη μιας σειράς παράνομων πράξεων που επερίεχαν μεγάλο ρίσκο και κατέστρεψαν σταδιακά την αξία της εταιρίας.

Συμπεράσματα :

Η κατάρρευση της Enron πραγματοποιήθηκε όταν τα δυνατά της σημεία μετατράπηκαν σταδιακά σε αδυναμίες:

Η παθιασμένη υποστήριξη της απελευθέρωσης της ενέργειας, η συνεχής ανάληψη υψηλών ρίσκων, η άμεση υιοθέτηση νέων καινοτόμων ιδεών για την ενέργεια, οι συχνές αλλαγές στην εταιρική της ταυτότητα οδήγησαν αργά αλλά σταθερά στην καταστροφή της.

Από την άλλη πλευρά τα συμπεριφορικά σφάλματα των στελεχών της εταιρίας σε συνδυασμό με την εταιρική της κουλτούρα και τις πράξεις διαφθοράς που κυριάρχησαν στις συναλλαγές της οδήγησαν αργά αλλά σταθερά μια πολλά υποσχόμενη εταιρία διεθνούς εμβέλειας σε πτώχευση δημιουργώντας εξαιρετικά

δυσμενείς επιπτώσεις για τα στελέχη της εταιρίας, του μετόχους της αλλά και την παγκόσμια οικονομία.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Τα συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία αναλύθηκαν κατά τη μελέτη περιπτώσεων των προαναφερόμενων επιχειρήσεων εμφανίζονται συστηματικά και παρόλο που διαφέρουν ως προς την ένταση και το βαθμό από επιχείρηση σε επιχείρηση παρουσιάζουν ταυτόχρονα και σημαντικές ομοιότητες.

Το ερώτημα το οποίο τίθεται είναι πώς μπορούν τα άτομα να μειώσουν αυτές τις στρεβλώσεις και τα συμπεριφορικά φαινόμενα τα οποία έχουν εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις και τα επιτελικά στελέχη τα οποία δραστηριοποιούνται σ' αυτές.

Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα είναι ότι η διαδικασία που απαιτείται είναι επίπονη και χρονοβόρα και προϋποθέτει την ύπαρξη εξειδικευμένων μηχανισμών εκπαίδευσης καθώς η ψυχολογία που συνδέεται με τα συμπεριφορικά σφάλματα και τις στρεβλώσεις είναι εξαιρετικά ανθεκτική στις όποιες αλλαγές.

Η διαδικασία αποφυγής των σφαλμάτων είναι περισσότερο εύκολη όταν τα στελέχη των επιχειρήσεων έχουν άμεση γνώση των αποτελεσμάτων των όποιων ενεργειών τους σε αντίθεση με τις περιπτώσεις όπου μεσολαβεί μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ μιας ενέργειας και του αποτελέσματος της, το οποίο στην προκειμένη περίπτωση επηρεάζεται από μια πληθώρα αστάθμητων παραγόντων.

Αξιοσημείωτο είναι επίσης το γεγονός ότι τα επιτελικά στελέχη των επιχειρήσεων διαπράττουν σφάλματα και υπόκεινται σε στρεβλώσεις τόσο σε ατομικό όσο και σε ομαδικό επίπεδο.

Ο περιορισμός των εν λόγω σφαλμάτων και στρεβλώσεων απαιτεί την εφαρμογή ξεκάθαρων διαδικασιών καθώς και πειθαρχία από τα εμπλεκόμενα μέρη.

Η διαδικασία ωστόσο εξάλειψης τους απαιτεί την καταβολή πολύ μεγαλύτερης προσπάθειας.

Οι ευριστικοί κανόνες, τα συμπεριφορικά σφάλματα και τα αποτελέσματα της πλαισίωσης εμποδίζουν τα στελέχη των επιχειρήσεων από το να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά τα παραδοσιακά εργαλεία της

Χρηματοοικονομικής και τα οδηγούν έτσι στη λήψη αποφάσεων που καταστρέφουν την αξία της επιχείρησης.

Τα στελέχη των επιχειρήσεων οφείλουν να έχουν επίγνωση των ψυχολογικών φαινομένων καθώς και των δυσμενών επιπτώσεων που αυτά έχουν στην εύρυθμη λειτουργία των οργανισμών που αυτά διοικούν.

Αυτό αποτελεί το πρώτο στάδιο στη διαδικασία αντιμετώπισης των συμπεριφορικών φαινομένων σε επίπεδο επιχειρήσεων.

Σ' ένα δεύτερο επίπεδο τα στελέχη των επιχειρήσεων οφείλουν να καθορίζουν με ακρίβεια τους στόχους και να κατανέμουν επαρκώς τους ρόλους και τις ευθύνες μεταξύ των ατόμων που διοικούν στα πλαίσια λειτουργίας κάθε οργανισμού.

Ο καθορισμός των στόχων και η κατανομή των ρόλων πρέπει να γίνεται πάντα μέσα σ' ένα πλαίσιο κανόνων (**standards**) που θα διασφαλίζουν την ομαλή και επιτυχημένη πορεία της επιχείρησης.

Ένα τρίτο στοιχείο το οποίο είναι επίσης καθοριστικό για την διαχείριση των συμπεριφορικών φαινομένων στα πλαίσια των επιχειρήσεων είναι ο προγραμματισμός (**planning**) στην καρδιά του οποίου βρίσκεται η διατύπωση, η εφαρμογή και η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων ενός επιχειρηματικού σχεδίου.

Επιπρόσθετα η παροχή κινήτρων στα στελέχη των επιχειρήσεων είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την εξάλειψη του συμπεριφορικού φαινομένου των διενέξεων σε θέματα εκπροσώπησης (**agency conflicts**).

Η εν λόγω παροχή συνδέεται με ένα σύστημα αποζημιώσεων το οποίο περιλαμβάνει επιπρόσθετες χρηματικές αμοιβές (**bonus**) ή ιδιοκτησία μετοχών (**stock ownership**) για τα επιτελικά στελέχη αλλά και τους εργαζόμενους των επιχειρήσεων.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ο ρόλος που έχει η διανομή πληροφοριών (**information sharing**) στα πλαίσια λειτουργίας ενός επιχειρηματικού οργανισμού.

Η ανταλλαγή πληροφοριών πραγματοποιείται σε συναντήσεις των επιτελικών στελεχών στη διάρκεια των οποίων εξετάζεται η πορεία και τα αποτελέσματα των διαφόρων αποφάσεών τους.

Τα παραπάνω στοιχεία σε συνδυασμό με ένα επαρκές κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο όπως αυτό διαμορφώνεται από τους αρμόδιους κρατικούς ή μη φορείς σε παγκόσμια κλίμακα δημιουργούν τις απαραίτητες προϋποθέσεις για τον περιορισμό ή την εξάλειψη των συμπεριφορικών φαινομένων στα πλαίσια των επιχειρήσεων.

Η αποτελεσματική διαχείριση των συμπεριφορικών φαινομένων σε συνάρτηση με την επίγνωση του περιβάλλοντος δραστηριοποίησης αποτελούν προκλήσεις τις οποίες τα στελέχη των επιχειρήσεων καλούνται να αντιμετωπίσουν σε καθημερινό επίπεδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αλεξιάκης Χρήστος – Ξανθάκης Μανώλης (2008)
Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλη

Σπύρου Σπύρος (2009) Εισαγωγή στη Συμπεριφορική
Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Γ. Μπένου

Φίλιππας Νικόλαος Αναπληρωτής Καθηγητής Πανεπιστημίου
Πειραιώς (2009), Η συμπεριφορά της αγέλης στη φούσκα του
1999 ,Euro2day

Οικονόμου Φωτεινή Διδάκτωρ Τμήματος Οργάνωσης &
Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς (2009) Τα
συνηθισμένα σφάλματα συμπεριφοράς των επενδυτών, Κέρδος

Φίλιππας Νικόλαος Αναπληρωτής Καθηγητής Πανεπιστημίου
Πειραιώς (2010), Επενδυτικά σφάλματα και Behavioral Finance
Euro2day

Τσατσάνης Δημήτριος MSc Finance, Citi University (2004)
Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά: Η Συνάντηση Ψυχολογίας
και Οικονομικής Επιστήμης, Καθημερινή

Φίλιππας Νικόλαος Αναπληρωτής Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς (2011), Η κρίση και η αγέλη των rigs Euro2day

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Shefrin Hersh (2007) Behavioral Corporate Finance, Mc Graw-Hill companies

Oliver Jamie - Goodwin Tony (2010) How they blew it, Kogan page

Swartz Mimi, Watkins Sherron (2003) Power Failure, **The Inside Story Of The Collapse Of Enron**, Currency Doubleday

Karen E. Klein (2011) Ποιές «νοητικές παγίδες» πρέπει να αποφεύγουν οι επιχειρηματίες, Capital.gr

Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets Robert W Kolb Series, (2010) Chapter 15: Familiarity Bias, Foad S. Hisham

Mackay Charles (1841) Behavioral Finance and Technical Analysis as the solution to Fundamental Analysis and the Efficient Market Hypothesis from the preface to the 1852 edition of Extraordinary popular Delusions and the Madness of Crowds

Tom Kranz (2008) The History of Sun Microsystems, EzineArticles.com

Bloomberg Businessweek Magazine (2004) Sun: A CEO's Last Stand By Jim Kerstetter and Peter Burrows

Brodin Jon (2009) The downfall of Sun Microsystems, Network World

Moberg Dennis (Santa Clara University) & Romar Edward (University of Massachusetts- Boston) (2003), World Com

E. Ted Prince (2011) Behavioral Strategy and the CLO

Wolff Richard (2011) Financially and morally bankrupt, TheGuardian

Sloan Allan & Boyd Roddy (2008) How Lehman lost its way, CNN Money

Story Louise (2008) At Lehman Chief exudes confidence, The New York Times

Corporate site of R.B.S : Our History

Riley Jim (2012) The story of a failed takeover – Fred Goodwin, R.B.S & ABN-AMRO, tutor2u Business Studies

25 People to blame for the Financial Crisis (2009) Time Magazine

Harry Wilson, Philip Aldrick & Kamal Ahmed (2011) R.B.S investigation: Chapter 2 The ABN-AMRO Takeover, The Telegraph

Fraser Ian (2012): Ex R.B.S Fred Goodwin will tell court I did nothing wrong, HeraldScotland

Financial Services Authority Board Report (2011): The failure of the Royal Bank of Scotland

Thomas David Timeline (2011): The rise and fall of R.B.S, Financial News

Disgraced Sir Fred Goodwin Took R.B.S to Top of Premier League, (2012) Huffpost Business UK

Lambert Richard (2011) Unchecked excess: The lessons of R.B.S failure, Financial Times