

CORPORATE GOVERNANCE CONFERENCE

Η Επόμενη Μέρα στην Εταιρική Διακυβέρνηση:
Η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση στην εταιρική διακυβέρνηση

ΑΓΓΕΛΙΚΗ Ι. ΜΑΥΡΟΜΜΑΘΗ
υπ. Διδάκτωρ Νομικής Σχολής Α.Π.Θ.
Δικηγόρος

BOUSSIAS


LAWYER
The Business Magazine



Δικηγορικό
Γραφείο
ΜΑΥΡΟΜΜΑΘΗ

Εξέλιξη των οικονομικών θεωριών

Κλασική οικονομική θεωρία: θεωρία της ελεύθερης αγοράς.
Adam Smith (1776) - David Ricardo (1817)

Κεϋνσιανή σχολή: Υπέρ της κρατικής παρέμβασης και εφαρμογής πολιτικών με στόχο τη σταθεροποίηση της παραγωγής και την επίτευξη του βέλτιστου αποτελέσματος

Νεοκλασική σχολή οικονομικών:
ορθολογικό άτομο (*homo economicus*)
αποτελεσματική αγορά:
πλήρης πληροφόρηση
και στόχος η μεγιστοποίηση του κέρδους

Σχολή του Σικάγο:
Friedman, Stigler, Coase και Posner
Νεοκλασικής κατεύθυνσης
υποστήριξε την ελεύθερη αγορά με τη μικρότερη δυνατή μεσολάβηση του κράτους

Μαρξιστική οικονομική θεωρία: αρνητική πλευρά της καπιταλιστικής αγοράς

Δίκαιο και Οικονομικά: βάση διάδρασης μεταξύ νομικής και οικονομικής επιστήμης

Συμπεριφορική Οικονομική Ανάλυση

- Στη δεκαετία του 1960 και 1970 η γνωστική ψυχολογία τέλεσε καίρια βήματα στην προσπάθεια κατανόησης και αντίληψης του εγκεφάλου ως συσκευή επεξεργασίας πληροφοριών.
- Από το 1980 και έπειτα: Ward Edwards - Amos Tversky - Daniel Kahneman σύγκριση γνωστικών μοντέλων λήψης αποφάσεων, με πρότερα οικονομικά μοντέλα ορθολογικής συμπεριφοράς.
- Ερευνώνται οι **ανωμαλίες**, που παρουσιάζουν ενίοτε οι οικονομικές αποφάσεις και το πώς οι αποφάσεις αυτές παρεκκλίνουν από το πρότυπο, που περιγράφει η κλασσική οικονομική θεωρία (Lin, 2012).
- Kahneman & Tversky: γνωστική βάση καταγραφής κοινών ανθρώπινων σφαλμάτων (1974), που οφείλονται σε **ευριστικούς κανόνες και ατομικές προκαταλήψεις**
- Kahneman & Tversky: **θεωρία της προοπτικής** (1979), περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα αποφασίζουν μεταξύ διαφορετικών επιλογών κινδύνου, όταν οι πιθανότητες διαφορετικών αποτελεσμάτων τους είναι άγνωστες
- Richard Thaler (2008) – Cass Sunstein: **Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness**

Ο κλάδος των συμπεριφορικών οικονομικών αφορά πρωτίστως στα όρια της ορθολογικότητας των οικονομικών δρώντων. Τα συμπεριφορικά μοντέλα, τα οποία αποτυπώνουν ρεαλιστικότερα τις επιλογές των δρώντων, συμπεριλαμβάνουν στοιχεία από κλάδους όπως η ψυχολογία, η νευροεπιστήμη και η μικροοικονομική θεωρία (Minton & Khale, 2013).

Ορθολογισμός – Περιορισμένος ορθολογισμός

- Ο **οικονομικός ορθολογισμός** (θεωρία παιγνίων): τα άτομα λαμβάνουν μία απόφαση ή επιλέγουν μεταξύ εναλλακτικών σεναρίων, με απόλυτο στόχο τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους επιλέγοντας τη βέλτιστη εναλλακτική.
- **Περιορισμένος ορθολογισμός ή περιορισμένα/ φραγμένα ορθολογικό άτομο**
 - Herbert A. Simon - “Models of a Man” (1957): οι περισσότεροι άνθρωποι είναι εν μέρει λογικοί, εν μέρει παράλογοι, με εσωτερικά όρια κατά τη διαμόρφωση και επίλυση σύνθετων προβλημάτων και κατά την επεξεργασία (λήψη, αποθήκευση, ανάκτηση, μετάδοση) πληροφοριών.
 - Η ορθότητα και ορθολογικότητα της εκάστοτε απόφασης περιορίζεται από την α) ευκολία του προβλήματος, β) τους γνωστικούς περιορισμούς του ατόμου και γ) τον διαθέσιμο χρόνο.

Τα συμπεριφορικά οικονομικά ασχολούνται με την ανάλυση των συντομεύσεων, τις οποίες χρησιμοποιούν οι δρώντες στις αποφάσεις τους, με στόχο να συμβάλουν στην κατανόηση, αλλά και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας στη λήψη αποφάσεων από τον άνθρωπο.

Θεωρία αποτελεσματικής αγοράς, θεωρία χρησιμότητας και θεωρία προοπτικής

- **ΘΑΑ - Eugene Fama (1960)**: οι παρούσες τιμές των αξιογράφων αποτυπώνουν σε οποιαδήποτε δεδομένη στιγμή όλες τις σχετικές διαθέσιμες πληροφορίες, με πληρότητα, ταχύτητα και ακρίβεια
 - **Ως Χρησιμότητα** νοείται συνήθως ένας υπολογισμός λήψης ικανοποίησης από την κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών (Schmeidler & Wakker, 1990). Ένας δρών χαρακτηρίζεται ορθολογικός, όταν επιλέγει την εναλλακτική, η οποία αποδίδει την υψηλότερη αναμενόμενη χρησιμότητα και συνεκδοχικά τον υψηλότερο βαθμό ικανοποίησης για τον ίδιο.
 - **Kahneman και Tversky (1979) Θεωρίας της Προοπτικής**: Η συνάρτηση χρησιμότητας αντικαθίσταται από τη συνάρτηση αξίας, η οποία ορίζεται ως η απόκλιση από ένα σημείο αναφοράς, το οποίο συνήθως αφορά στην τρέχουσα κατάσταση πλούτου και από αυτό το σημείο προσδιορίζονται οι εκάστοτε ζημίες ή τα εκάστοτε κέρδη, ενώ οι βαρύτητες των αποφάσεων δε συμπίπτουν με τις δοσμένες πιθανότητες. Τα άτομα άλλοτε επιζητούν και άλλοτε αποφεύγουν τον κίνδυνο, ανάλογα με τη φύση της εκάστοτε προοπτικής.
- Διαφαίνεται ότι τα κέρδη και οι απώλειες δεν αντιμετωπίζονται το ίδιο από τους φορείς λήψης αποφάσεων. Η εν δυνάμει απώλεια έχει πολύ μεγαλύτερη επιδραστικότητα από ότι το ισόποσο εν δυνάμει κέρδος.**

Γνωστικά Σφάλματα
(ενδεικτικά)

Representativeness Bias

Availability Bias

Familiarity Bias

Anchoring

Cognitive Dissonance

Framing

Mental Accounting

Overconfidence (illusion of validity, illusion of control, self attribution bias, hindsight bias)

Συναισθηματικά Σφάλματα
(ενδεικτικά)

(Myopic) Loss Aversion

Affect Heuristic

Regret Aversion

Optimism Bias

Pessimism Bias

Self Control Bias

Over/ Under-reaction Bias

Media Response

Social Interaction

Ημερολογιακές Ανωμαλίες

Weekend Effect

January Effect

Turn of the month Effect

Pre-Holiday Effect

Μη ημερολογιακές

Winners – losers (*mean reversion effect*)

Small firm effect

Closed end funds anomaly

Φαινόμενο πρωινής ηλιοφάνειας

Κέρδη από contrarian και momentum
στρατηγικές

Dividends puzzle (γρίφος των μερισμάτων)

Equity premium puzzle (γρίφος των πριμ των
μετοχών)

Φούσκες των τιμών (*stock price bubble,*
irrational bubble)

Εταιρική Διακυβέρνηση

Εταιρική διακυβέρνηση: οι μέθοδοι και διαδικασίες σύμφωνα με τις οποίες ένας οργανισμός διευθύνεται και ελέγχεται.
Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας & Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ)

Β) αποτυπώνει τους κανόνες, που θα διέπουν τη λειτουργία του οργανισμού **Γ)** τις αντίστοιχες διαδικασίες λήψης αποφάσεων

Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, που επιλέγει και ασκεί κάθε οργανισμός επηρεάζει καταλυτικά στοιχεία όπως:

Η αναγκαιότητα δε για θέσπιση συγκεκριμένων όρων διακυβέρνησης εδράζεται στον διαχωρισμό και την απόσταση μεταξύ διοίκησης (management) και ιδιοκτησίας (ownership) στις επιχειρήσεις ή τους οργανισμούς

Α) η κατανομή περιουσιακών δικαιωμάτων, ψήφων ευθυνών και του ελέγχου ανάμεσα στις εκάστοτε ομάδες συμφερόντων εντός του οργανισμού.
(διοικ. συμβούλιο, μέτοχοι, πιστωτές, τρίτα μέρη)

Ο διαχωρισμός αυτός αποτελεί τη βάση του διπόλου εντολέα - εντολοδόχου (principal - agent) το οποίο διαμορφώνεται ανάλογα με τις σχέσεις δυνάμεων μεταξύ διοικητικού συμβουλίου-μετόχων, πιστωτών-μετόχων κλπ. Berle & Means (1932)

Κλασική θεωρία αντιπροσώπευσης

Οι οργανισμοί αναζητούν το κέρδος (profit seeking).

Οι εντολοδόχοι είναι ορθολογικοί και ακολουθούν συμπεριφορές προσοδοθηρίας (rent-seeking).

Δεν υπάρχουν μη-χρηματικά κίνητρα για τον εντολοδόχο.

Οι εντολείς είναι ουδέτεροι στον κίνδυνο (risk neutral) γιατί μπορούν να τον εξισορροπήσουν.

Οι εντολοδόχοι αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk averse).

Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Berle & Means (1932)

Σύμφωνα με την Θεωρία Αντιπροσώπευσης στις σχέσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης υφίστανται πάντα δύο διακριτές πλευρές μερών:

- Αφενός ο εντολέας, ήτοι ο ιδιοκτήτης της εκάστοτε επιχείρησης ή κάποιος μεγαλομέτοχος αυτής
- Αφετέρου ο εντολοδόχος, υπό την έννοια του αντιπροσώπου της επιχείρησης στις εκάστοτε δραστηριότητές της, ο οποίος δύναται να λάβει ποικίλες ιδιότητες, συνηθέστερα η εκτελεστική διοίκηση της επιχείρησης, ήτοι το διοικητικό συμβούλιο / ceo / cfo κ.α.
- Ο εντολέας και ο εντολοδόχος διαθέτουν ως κοινό παράγοντα την επιδίωξη μεγιστοποίησης της χρησιμότητάς του με το μικρότερο πιθανό κόστος. Ως εκ τούτου ωστόσο ενδέχεται ο εντολοδόχος να μην ενεργεί πάντοτε προς το συμφέρον του εντολέα καθώς οι εκάστοτε παράμετροι μεγιστοποίησης χρησιμότητας δύναται να μην συμπίπτουν με αυτές του εντολέα.

Το πρόβλημα του εντολέα – εντολοδόχου αποτελεί βασικό στοιχείο της θεωρίας ατελών συμβολαίων του Coase (1937).

Πως αποτυπώνεται πρακτικά η Θεωρία Αντιπροσώπησης;

Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών:

Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, κ.λπ.).

Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών.

Οι μέτοχοι επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής, που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), ενώ τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο.

Οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων, ενώ τα διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου προκύπτει από την εργασία τους στη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο, και ως αποτέλεσμα απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια, που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, δίνοντας έμφαση στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επενδυτικών αποφάσεων λόγω αύξησης των βραχυπρόθεσμων κερδών.

Θεωρία Προοπτικής (Prospect Theory)

Kahneman και Tversky, 1979

Εναλλακτική προσέγγιση στη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας.
Στη θέση της συνάρτησης χρησιμότητας χρησιμοποιείται η **συνάρτηση αξίας**.

Κέρδη και ζημιές δεν αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο.

Προτεραιότητα είναι να μην υπάρξει απώλεια.

Η διατύπωση ενός επενδυτικού σχεδίου σε όρους δυνητικής απώλειας ενεργοποιεί πολύ περισσότερο τον επενδυτή από όταν χρησιμοποιηθεί ως κριτήριο το δυνητικό κέρδος.

Η απώλεια έχει μεγαλύτερη αρνητική επίδραση από τη θετική επίδραση ενός ισόποσου κέρδους και ως αποτέλεσμα η δυνητική απώλεια ως επενδυτικός παράγοντας μπορεί να επιφέρει αρνητικές επιδράσεις στις επενδυτικές επιλογές.

Πως χρησιμεύει η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση στην εταιρική διακυβέρνηση;

Αναγνώριση ύπαρξης ευριστικών κανόνων (heuristics) στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

- Δεδομένου του περιορισμένου διαθέσιμου χρόνου, μνήμης, γνωστικών ικανοτήτων και ικανοτήτων επεξεργασίας δεδομένων και παρατηρητικότητας των ατόμων, ο ανθρώπινος εγκέφαλος έχει διαμορφωθεί με τέτοιο τρόπο, ώστε να εφαρμόζει απλούς εμπειρικούς / ευριστικούς κανόνες στην επίλυση προβλημάτων, οι οποίοι είναι αρκετά αποτελεσματικοί όταν χρησιμοποιούνται στα κατάλληλα προβλήματα.
- Παρόλα αυτά, εάν οι ευριστικοί κανόνες δεν χρησιμοποιηθούν σωστά, οδηγούν σε λάθη.

Επιβοηθητικά στη διαδικασία της διατύπωσης των εκάστοτε επιλογών (framing).

- Οι εκτιμήσεις σχετικά με την απόδοση και τον κίνδυνο των επενδύσεων μπορούν να επηρεασθούν από τον τρόπο διατύπωσης του προβλήματος.

Συμπεριφορικά σφάλματα

Γνωστικά σφάλματα

Βασικά στατιστικά λάθη, λάθη στη διαδικασία επεξεργασίας των πληροφοριών ή ακόμη και λάθη μνήμης. Θα μπορούσαν επίσης να ορισθούν ως κάποια σκοτεινά σημεία ή διαταράξεις του ανθρώπινου μυαλού και προέρχονται κυρίως από υποσυνείδητες νοητικές διαδικασίες στην επεξεργασία των πληροφοριών.

Βασικά γνωστικά σφάλματα:

- Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (Representativeness Bias).
- Σφάλμα διαθεσιμότητας (Availability Bias).
- Σφάλμα οικειότητας (Familiarity Bias).
- Αγκίστρωση (Anchoring).
- Γνωστική ασυμφωνία (Cognitive dissonance).
- Νοητική λογιστική (Mental accounting).
- Σφάλμα διατύπωσης (Framing).
- Υπερβολική αυτοπεποίθηση (Overconfidence).

Συμπεριφορικά σφάλματα

Συναισθηματικά λάθη

Δεν οφείλονται σε διαταραχές στη διαδικασία επεξεργασίας πληροφοριών, αλλά στο συναίσθημα.

Συναίσθημα: νοητική κατάσταση, η οποία προκύπτει αυθόρμητα και δεν είναι αποτέλεσμα συνειδητής προσπάθειας.

Στην επένδυση το συναίσθημα μπορεί να οδηγήσει σε μη ορθολογικές επιλογές, κυρίως όταν υπερισχύει η παρόρμηση ή η διαίσθηση και όχι η λογική.

Βασικά συναισθηματικά λάθη:

1. Αποστροφή απώλειας (Loss aversion).
2. Κανόνας των συναισθημάτων (Affect heuristic).
3. Αποστροφή μετάνοιας (Regret aversion).
4. Σφάλμα αισιοδοξίας (Optimism bias).
5. Σφάλμα απαισιοδοξίας (Pessimism bias).
6. Έλλειψη αυτοελέγχου (Self-control bias).
7. Υπερ-, Υπο- αντίδραση (Over- underreaction).
8. Αντίδραση στα ΜΜΕ (Media response).
9. Κοινωνική αλληλεπίδραση (Social interaction).

Γνωστικά συμπεριφορικά σφάλματα

Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (Representativeness Bias).

- Ο εγκέφαλος χρησιμοποιεί ευριστικούς κανόνες με σκοπό να περιορίσει την πολυπλοκότητα της ανάλυσης νέων πληροφοριών.
Κάνει την υπόθεση ότι πράγματα και καταστάσεις που έχουν κοινές ιδιότητες είναι ίδια.
- Αφορά στην τάση των ατόμων να εκτιμούν το πόσο πιθανό είναι ένα ενδεχόμενο ανάλογα με το βαθμό ομοιότητάς του με κάποιο άλλο, παρά με τη χρήση της θεωρίας των πιθανοτήτων.

Σφάλμα διαθεσιμότητας (Availability Bias).

- Προκύπτει όταν οι επενδυτές αξιολογούν μια κατάσταση με βάση τις πληροφορίες που έχουν εύκολα και άμεσα διαθέσιμες στο περιβάλλον τους.

Γνωστικά συμπεριφορικά σφάλματα

Σφάλμα οικειότητας (Familiarity Bias).

- Οι καταστάσεις ή γεγονότα με τα οποία είμαστε περισσότερο εξοικειωμένοι είναι ασφαλέστερα και έτσι προτιμότερα.
- Μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να αυξήσουν τις θέσεις τους σε μετοχές εταιρειών που είναι ευρύτατα γνωστές μέσω των ΜΜΕ, αγνοώντας τη θεωρία χαρτοφυλακίου.
- Η πιο ριψοκίνδυνη μορφή του σφάλματος οικειότητας είναι η υπερβολική συγκέντρωση στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή μετοχών από την εταιρεία στην οποία εργάζεται.

Αγκίστρωση (Anchoring).

- Αποτέλεσμα μιας διαδικασίας συντόμευσης, η οποία αφορά στη διαδικασία λήψης αποφάσεων που απαιτεί ποσοτικές εκτιμήσεις, οι οποίες όμως διαμορφώνονται με υποκειμενικό τρόπο.
- Προκύπτει όταν οι επενδυτές βασίζονται στις αποφάσεις και τις εκτιμήσεις τους σε σημεία αναφοράς, όπως είναι για παράδειγμα η τιμή αγοράς ενός αξιογράφου.

Γνωστικά συμπεριφορικά σφάλματα

Γνωστική ασυμφωνία (Cognitive dissonance).

- Δυσάρεστη ψυχολογική κατάσταση καθώς και σύγκρουση που προκύπτει όταν τα άτομα έρχονται αντιμέτωπα με νέες γνώσεις και πληροφορίες, οι οποίες βρίσκονται σε αντίθεση με τις ήδη υπάρχουσες γνώσεις και πεποιθήσεις τους.
- Σε αυτό το πλαίσιο οι επενδυτές, επιθυμούν ενέργειες οι οποίες είναι συνεπείς με τα γνωστά και καθιερωμένα πρότυπα τους, παρά το γεγονός ότι η προσαρμογή της συμπεριφοράς τους σε αυτά δεν είναι πάντα προς όφελος τους.

Νοητική λογιστική (Mental accounting).

- Περιγράφει την τάση των ανθρώπων να χρησιμοποιούν ανεξάρτητους νοητικούς λογαριασμούς για κάθε μια επενδυτική τους επιλογή.
- Μπορεί να αποδειχθεί καταστροφική για τους επενδυτές καθώς αρνούνται να πωλήσουν αξιόγραφα που σημειώνουν απώλειες για να αποφύγουν το κλείσιμο του αντίστοιχου νοητικού λογαριασμού το οποίο θα οδηγήσει στο οδυνηρό συναίσθημα της μετάνοιας (regret aversion).

Γνωστικά συμπεριφορικά σφάλματα

Σφάλμα διατύπωσης (Framing).

- Αφορά στον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται ένα λογικό πρόβλημα, καθώς επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις του επενδυτή.
- Δημιουργείται από:
 - Την αποστροφή ζημιάς (loss aversion).
 - Ταυτόχρονες αποφάσεις (concurrent decisions).

Υπερβολική αυτοπεποίθηση (Overconfidence).

- Τα οικονομούντα άτομα έχουν την τάση:
 - Να υπερεκτιμούν τις γνώσεις και την ακρίβεια των προβλέψεων τους, να υποτιμούν τους κινδύνους και να θεωρούν ότι έχουν τον έλεγχο των καταστάσεων περισσότερο από όσο μπορούν στην πραγματικότητα.
 - Να θεωρούν τις προσωπικές τους απόψεις ως πραγματικότητα παρουσιάζοντας την ψευδαίσθηση της εγκυρότητας των απόψεων (illusion of validity).

Συναισθηματικά συμπεριφορικά σφάλματα

Αποστροφή απώλειας (Loss aversion)

- Τάση των οικονομούντων ατόμων να επιθυμούν έντονα την αποφυγή απωλειών, σε μεγαλύτερο βαθμό από την αποκόμιση κερδών.
- Η αποστροφή απώλειας οδηγεί τα άτομα να αναλάβουν κινδύνους, που δεν θα αναλάμβαναν υπό διαφορετικές συνθήκες, αν είναι πιθανό να αποφύγουν απώλειες.

Συμπεριφορά που οδηγεί στο αποτέλεσμα της προδιάθεσης (disposition effect): προδιάθεση των επενδυτών να διακρατούν για υπερβολικά μεγάλα χρονικά διαστήματα ζημιογόνες επενδύσεις με την ελπίδα ότι θα ανακάμψουν και να πωλούν πρόωρα τις κερδοφόρες επενδύσεις για να επιβραβεύσουν τον εαυτό τους για τις επιτυχημένες επιλογές τους.

Συναισθηματικά συμριφορικά σφάλματα

Κανόνας των συναισθημάτων (Affect heuristic)

- Συναισθηματική αντίδραση του ατόμου, συνειδητή ή μη, σε μια κατάσταση.
- Το θετικό συναίσθημα σε μια κατάσταση οδηγεί σε μειωμένη αντίληψη κινδύνου και σε αυξημένη αντίληψη ωφέλειας, ανεξάρτητα με το αν αυτό είναι αληθές ή όχι.
- Υπερβολικά απαισιόδοξοι επενδυτές μπορεί να οδηγήσουν τις τιμές κάτω από τη θεμελιώδη αξία τους.

Αποστροφή μετάνοιας (Regret aversion)

- Μετάνοια είναι η δυσάρεστη κατάσταση που καλείται να αντιμετωπίσει το άτομο όταν συνειδητοποιεί ότι δεν έχει επιτύχει το βέλτιστο αποτέλεσμα, ενώ θα μπορούσε να είχε αποφύγει ζημίες ενεργώντας διαφορετικά.
- Η μετάνοια είναι πολλές φορές πιο επώδυνη και από την ίδια την απώλεια.
- Όταν η τιμή του αξιογράφου βρίσκεται κάτω από το σημείο αναφοράς το άτομο βιώνει τη μετάνοια, καθώς έχει επιλέξει μια επένδυση που σημειώνει απώλειες.

Συναισθηματικά συμπεριφορικά σφάλματα

Σφάλμα αισιοδοξίας (Optimism bias)

- Η υπερβολική αισιοδοξία οδηγεί σε συμπεράσματα αντίθετα από την κλασική θεωρία πιθανοτήτων.
- Οι επενδυτές συχνά είναι υπερ-αισιόδοξοι, συμπεριφορά που καταλήγει και στην υπερβολική εμπιστοσύνη στον εαυτό τους.

Σφάλμα απαισιοδοξίας (Pessimism bias)

- Υπερεκτίμηση της πιθανότητας εμφάνισης αρνητικών αποτελεσμάτων.
- Σε αντίθεση με την υπερβολική αισιοδοξία, η οποία πηγάζει από την ελπίδα, η απαισιοδοξία τροφοδοτείται από το ισχυρό συναίσθημα του φόβου.
 - οΕδώ ενεργοποιείται ο μηχανισμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Συναισθηματικά συμπεριφορικά σφάλματα

Έλλειψη αυτοελέγχου (Self-control bias)

- Αφορά στην παρατηρούμενη σύγκρουση μεταξύ των γενικών επιθυμιών των ατόμων και της αδυναμίας επίτευξής τους λόγω έλλειψης αυτοπειθαρχίας.
- Η υπερβολική μόχλευση των νοικοκυριών αποτελεί ένα παράδειγμα έλλειψης αυτοελέγχου υπέρ της τρέχουσας κατανάλωσης.

Υπερ-, Υπο- αντίδραση (Over- underreaction)

- Η υπεραντίδραση των επενδυτών οφείλεται στην τάση τους να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στα πρόσφατα γεγονότα.
- Οι επενδυτές έχουν ταυτόχρονα και την τάση να υποαντιδρούν σε συγκεκριμένες, θετικές ή αρνητικές ειδήσεις εξαιτίας του συντηρητισμού

Συναισθηματικά συμπεριφορικά σφάλματα

Αντίδραση στα ΜΜΕ (Media response)

- Οι επενδυτές πολλές φορές αισθάνονται ότι οφείλουν να αντιδράσουν στην ανακοίνωση των νέων πληροφοριών ακόμα κι αν αυτές δεν είναι απόλυτα σχετικές με την επένδυση τους.

Κοινωνική αλληλεπίδραση (Social interaction)

- Η κοινωνική αλληλεπίδραση βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στα κοινωνικά πρότυπα.
- Τα άτομα παρουσιάζουν την τάση να προσαρμόζονται με τις απόψεις και τις συμπεριφορές των υπολοίπων.
- Αποτέλεσμα της κοινωνικής αλληλεπίδρασης αποτελεί και ο ομαδικός τρόπος σκέψης.
 - ο σημαντικό πρόβλημα που μπορεί να προκύψει είναι η ανάληψη μεγαλύτερου ρίσκου.
- Ενεργοποίηση μιμητικής συμπεριφοράς ή άλλως συμπεριφοράς αγέλης.

Επιπτώσεις των συμπεριφορικών
στοιχείων στη συμπεριφορά των
διευθυντικών στελεχών και των
επενδυτών

Συμπεριφορικά σφάλματα στη διαχείριση

Τα διευθυντικά στελέχη έχουν συχνά την τάση να υπερεκτιμούν τη δραστηριότητα τους σε ένα συγκεκριμένο πεδίο ή εταιρία όταν κάνουν προβλέψεις για τα έσοδα, τις χρηματοροές, άλλους χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Έχει αποδειχθεί ότι η αυτοπεποίθηση στη διαχείριση, μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένες εκτιμήσεις χρηματοροών (Heaton, 2002).

Συμπεριφορικά σφάλματα στη διαχείριση

Οι επιχειρήσεις, που ακολουθούν πολιτική μείωσης των δικαιωμάτων των μετόχων, εμφανίζουν μικρότερες αποδόσεις στις μετοχές τους, καθώς επιδρούν εντονότερα τα συμπεριφορικά στοιχεία των διοικητικών στελεχών (Gompers, Ishii, and Andrew, 2003).

Επίσης σύμφωνα με έρευνες έχει παρατηρηθεί, ότι CEOs που έχουν αποκτήσει την προσωπική κατοικία τους μέσω μεγάλης μόχλευσης (ήτοι δανεισμού), ακολουθούν αντίστοιχες πρακτικές και στις εταιρίες τους ακόμη κι αν δεν είναι οικονομικά η ορθολογικότερη επιλογή.

Διαφαίνεται επομένως ότι τα ατομικά χαρακτηριστικά της διαδικασίας αποφάσεων είναι εντονότερα, όταν ο CEO έχει μεγάλη εξουσία ή όταν η διακυβέρνηση είναι αδύναμη καθώς έτσι επιδρούν σε μεγαλύτερο βαθμό ανεξέλεγκτα.

Πρακτικές εκφάνσεις των σφαλμάτων στη διαχείριση

Φραγμένος ορθολογισμός (bounded rationality)

- Διοικητές με χαρακτηριστικά φραγμένου ορθολογισμού προκειμένου να αντιμετωπίσουν την πολυπλοκότητα της διαχείρισης ακολουθούν απλουστευμένους εμπειρικούς κανόνες (rules of thumb), οι οποίοι συνήθως εξασφαλίζουν ένα αποδεκτό αλλά όχι βέλτιστο επίπεδο αποδοτικότητας.

Υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence)

- Οδηγεί σε μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου (αύξηση της μόχλευσης).
- Διοικητές με υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι πιο πιθανό να εμφανίζουν ακραία αποτελέσματα, i.e. εξαιρετικά καλή ή κακή αποδοτικότητα.
- Ακόμα κι αν δεν έχουν έμφυτες συμπεριφορικές ατέλειες, η ενεργοποίηση του σφάλματος προσωπικής επιτυχίας (self-attribution bias) τους ωθεί να υιοθετούν στοιχεία της υπερβολικής αυτοπεποίθησης.

Συμπεριφορικά σφάλματα που συνδέονται άμεσα με την υπερβολική αυτοπεποίθηση

Ψευδαίσθηση του Ελέγχου (illusion of control)

- Οι επενδυτές συχνά πιστεύουν ότι μπορούν να ελέγξουν ή τουλάχιστον να επηρεάσουν την έκβαση ανεξάρτητων και ανεξέλεγκτων γεγονότων.
- Έτσι αποκτούν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση όταν θεωρούν ότι έχουν τον έλεγχο μιας κατάστασης.
- Η περίπτωση του διαδικτύου
 - ❖ Η αύξηση της υπερβολικής αυτοπεποίθησης, όταν οι αγοραπωλησίες των επενδυτών γίνονται στο διαδίκτυο (Internet), εξηγείται από την ψευδαίσθηση του ελέγχου που συνδέεται με τις ηλεκτρονικές συναλλαγές.
 - ❖ Η διάχυση του διαδικτύου και της πληροφόρησης μέσω αυτού, ενισχύει την αυτοπεποίθηση των επενδυτών, χωρίς να αυξάνεται η ποιότητα της διαθέσιμης πληροφόρησης, ενθαρρύνοντας όμως την υπερβολική ανάληψη επενδυτικού κινδύνου.

Ψευδαίσθηση της γνώσης (illusion of knowledge)

- Οι επενδυτές νομίζουν ότι γνωρίζουν περισσότερα από ότι τελικά συμβαίνει στην πραγματικότητα.
- Το μέγεθος της διαθέσιμης πληροφόρησης δεν είναι πάντοτε ανάλογο της γνώσης που έχουν τα άτομα.
- Σε πολλές περιπτώσεις η λιγότερη πληροφόρηση μπορεί να είναι περισσότερο διαφωτιστική δεδομένου ότι ο εγκέφαλος έχει συγκεκριμένες δυνατότητες επεξεργασίας των διαθέσιμων δεδομένων και πληροφοριών σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα.

Σφάλμα προσωπικής επιτυχίας (self attribution bias)

- Τάση των ατόμων να αποδίδουν τις επιτυχίες στις προσωπικές τους ικανότητες, ακόμη και σε περιπτώσεις που δεν έχουν καμιά επίδραση στα γεγονότα, αλλά να αποδίδουν τις αποτυχίες σε εξωτερικούς παράγοντες.
- Το επίπεδο αυτοπεποίθησης αυξάνεται μετά από μια επιτυχία.

Σφάλμα της εκ των υστέρων γνώσης (hindsight bias)

- Πολλές φορές, αφού έχει συμβεί ένα γεγονός, τα άτομα τείνουν να πιστεύουν ότι το είχαν προβλέψει σωστά.
- Dot.com bubble τέλη δεκαετίας 90: κατά τη διάρκεια της οι επενδυτές δεν παραδέχονταν ότι επρόκειτο για μια χρηματιστηριακή φούσκα. Εκ των υστέρων υποστήριζαν το αντίθετο.
- Χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2008: οι επενδυτές, οι ιδιοκτήτες ακινήτων δήλωναν ότι είχαν αναγνωρίσει εξ αρχής τα σημάδια της φούσκας, παρά το γεγονός ότι και οι ίδιοι συνέβαλαν ενεργά στην αύξηση των τιμών των ακινήτων.

Συμπεριφορικά σφάλματα και εταιρική διαχείριση

Καθίστα σαφές, ότι στην πρακτική τα οικονομούντα άτομα αναζητούν την πιο ικανοποιητική και όχι απαραίτητως τη βέλτιστη λύση (Simon, 1945; 1955).

Στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης ωστόσο η αναζήτηση ικανοποιητικής λύσης (satisficing behavior) δυσνητικά μειώνει τα κέρδη και στηρίζεται στην παρατήρηση, ότι οι υπεύθυνοι χάραξης οικονομικής πολιτικής της εταιρίας ενδιαφέρονται πρωταρχικά για την επίλυση προβλημάτων και εύρεση λύσεων σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (problemistic search) και όχι στην μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της εταιρίας.

Για την επίλυση προβλημάτων χρησιμοποιούνται ευριστικοί κανόνες και συνήθη συστήματα αποφάσεων τα οποία ενσωματώνουν παρελθούσα εμπειρία, γνώση, πεποιθήσεις, αξίες και ικανότητες του οργανισμού και της εκτελεστικής εξουσίας. Αυτά ακριβώς **επιχειρεί να εντοπίσει και να διαχειριστεί η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση στην εταιρική διακυβέρνηση.**

Συμπεράσματα

01

Τα συμπεριφορικά οικονομικά αποτελούν ένα **εργαλείο**, που προσεγγίζει επιστημονικά και ρεαλιστικά την ανθρώπινη φύση εντός της οικονομικής σφαίρας.

02

Στόχος δεν είναι η **εξάλειψη** των συμπεριφορικών στοιχείων, αλλά η μελέτη, κατανόηση και διαχείρισή τους, καθώς δεν αποτελούν πάντοτε αρνητικό στοιχείο.

03

Εξετάζοντας τα συμπεριφορικά από μία αντικειμενική οπτική, με βάση τις εμπειρικές τους προβλέψεις και εφαρμογές, μπορούμε να τα αναγνωρίσουμε ως μια **φυσική πρόοδο** και **εξέλιξη** των οικονομικών θεωριών και όχι μία πρόκληση ενάντια στις νεοκλασικές μεθόδους (Chetty, 2015).

04

Τα συμπεριφορικά δύνανται να συμβάλλουν στην κατανόηση και αντιμετώπιση ποικίλων ζητημάτων οικονομικής φύσεως και να συνδράμουν σε τομείς, όπως αυτός της **εταιρικής διακυβέρνησης**, εντρυφώντας στην επίδραση του ανθρώπινου παράγοντα.

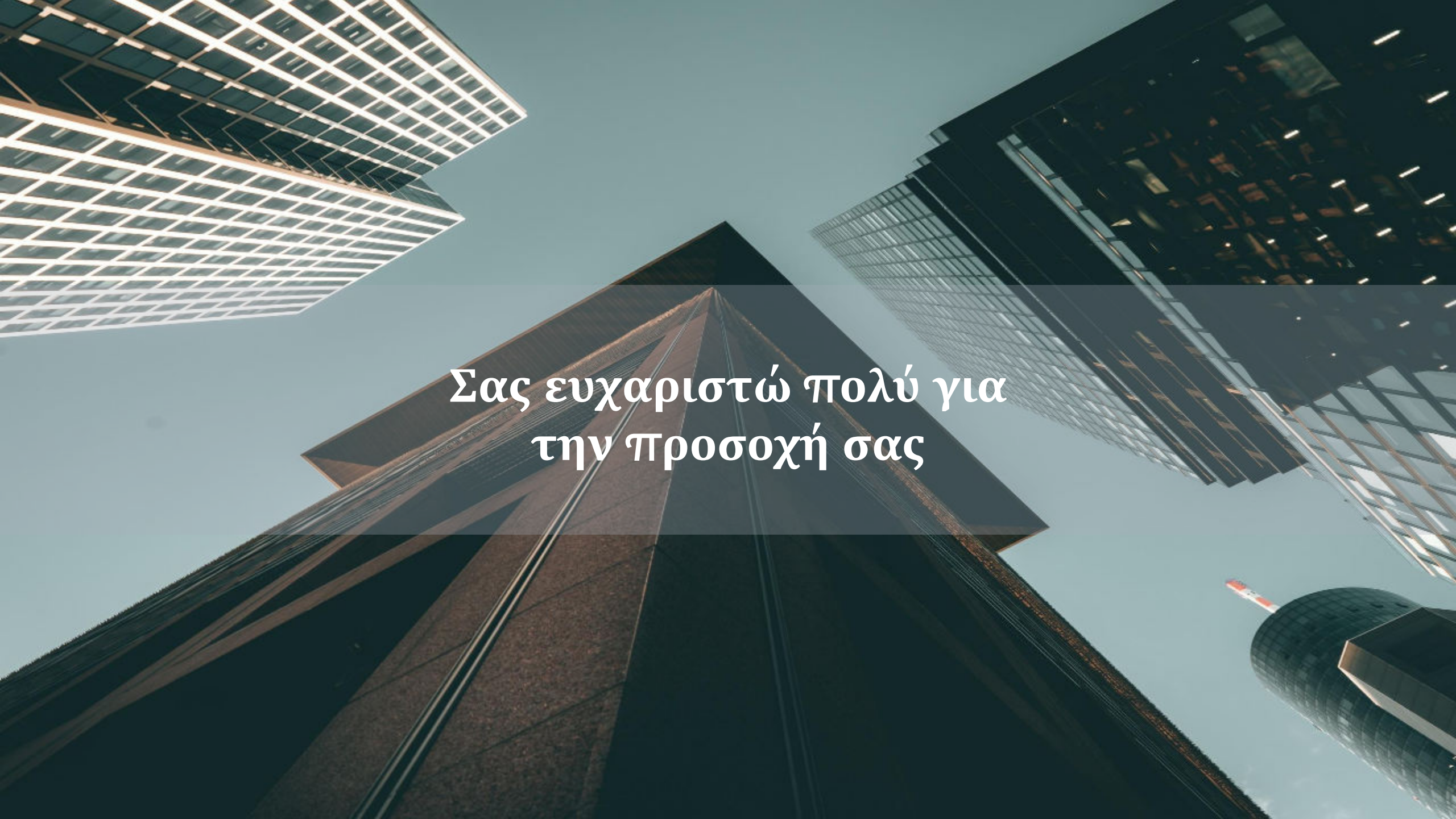
“Δε θα ήταν πολύ πιο κατανοητά τα Οικονομικά αν βασίζονταν στο πως συμπεριφέρονταν στην πραγματικότητα οι άνθρωποι και όχι στο πώς θα έπρεπε να συμπεριφέρονται;”

— Dan Ariely,

Προβλέψιμα παράλογοι: Οι κρυμμένες δυνάμεις, που διαμορφώνουν τις αποφάσεις μας

Angeliki Mavrommati

CORPORATE GOVERNANCE CONFERENCE



Σας ευχαριστώ πολύ για
την προσοχή σας