



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ

**ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
(BEHAVIORAL FINANCE) - ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ
ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ**

ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ Ι.ΣΩΤΗΡΙΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Δρ. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ, 2012

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (BEHAVIORAL
FINANCE) – ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ»**

Σωτηρία Παπαδοπούλου

Επιβλέπων: Λαζαρίδης Ιωάννης

Θεσσαλονίκη
Ιούνιος 2012

*«Ο καλύτερος τρόπος
να προβλέψεις το μέλλον,
είναι να το δημιουργήσεις.»
Peter Drucker (1909-2005)
Management Consultant*



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (BEHAVIORAL FINANCE) –
ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ»**

Σωτηρία Παπαδοπούλου

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Λαζαρίδης Ιωάννης

ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ 2012

Περιεχόμενα:

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	Σελίδα
Περίληψη (στην Ελληνική)	7
Περίληψη	8
Κεφάλαιο 1: Η Έννοια της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής	9
1.1. Εισαγωγή	9
1.2. Ιστορική Εξέλιξη	10
1.3. Βασική Χρηματοοικονομική Θεωρία	14
1.4. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	15
1.5. Κριτική	17
Κεφάλαιο 2: Ορθόδοξη Οικονομική Θεωρία και Χρηματοοικονομική – μια Κριτική Επισκόπηση	19
2.1. Εισαγωγή	19
2.2. Το Υπόδειγμα των Ορθολογικών αποφάσεων	21
2.2.1. Ορθολογικές προσδοκίες – μια σύνοψη	21
2.2.2. Ορθολογικές προσδοκίες – Κύριες Κριτικές	24
2.3. Η χρηματοπιστωτική αγορά και η μη ορθολογική συμπεριφορά του επενδυτή μια σύντομη ανάλυση.	31
Κεφάλαιο 3: Η Ανθρώπινη Συμπεριφορά κατά τη Λήψη Αποφάσεων	34
3.1. Ανασκόπηση της θεωρίας των αποφάσεων	34
3.2. Μη Ορθολογικά κριτήρια στη λήψη αποφάσεων – Μεροληπτικές συμπεριφορές – Ευριστικοί κανόνες συμπεριφοράς	35
3.2.1. Εισαγωγή	35
3.2.2. Μεροληπτικές Συμπεριφορές (Behavioural Biases)	37
3.2.2.1. Θεωρία Προοπτικής (Prospect Theory)	37
3.2.2.2. Πλαισίωση (Framing)	40
3.2.2.3. Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)	41
3.2.2.4. Αποστροφή της Ζημιάς (Loss Aversion)	42
3.2.2.5. Θεωρία της Μετάνοιας (Fear of Regret)	42
3.2.3. Ευριστικοί Κανόνες (Heuristic Rules)	42
3.2.3.1. Αγελαία Συμπεριφορά (Herd Behaviour)	43
3.2.3.2. Υπέρ – αυτοπεποίθηση (Overconfidence)	43
3.2.3.3. Συντηρητισμός (Conservatism)	44
3.2.3.4. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)	44
3.2.3.5. Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Bias)	45

3.2.3.6. Το Λάθος του Παίκτη (Gambler's Fallacy)	46
3.3. Συμπέρασμα	46
Κεφάλαιο 4: Προτάσεις Αντιμετώπισης των Γνωστικών Ψευδαισθήσεων και Ορθής Διαχείρισης των Περιουσιακών Στοιχείων	47
4.1. Οι Αδυναμίες στο Προφίλ του Πελάτη και η συνεισφορά του Συμβούλου στην καταπολέμησή τους	47
4.2. Δομημένη διαδικασία Διαχείρισης Περιουσίας	48
4.3. Τα Οφέλη μιας δομημένης διαδικασίας διαχείρισης περιουσίας	52
4.4. Συμπέρασμα	53
Κεφάλαιο 5: Έρευνα με Ερωτηματολόγιο	54
5.1. Εισαγωγή	54
5.2. Μέθοδος Συλλογής Στοιχείων – Ταυτότητα Ερευνάς	54
5.3. Το Ερωτηματολόγιο	55
5.4. Το Δείγμα της Έρευνας	55
5.5. Δημογραφικά Στοιχεία	55
5.6. Παρουσίαση των Αποτελεσμάτων της Έρευνας	58
5.7. Συμπέρασμα	71
5.8. Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	73
Βιβλιογραφία	74
Παράρτημα	78

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί μία ένταση του ενδιαφέροντος για τον ρόλο της ψυχολογίας και της γνώσης στην οικονομία και την επιχείρηση στα πλαίσια της διερεύνησης της αποτελεσματικότητας και της ανταγωνιστικότητας. Το γεγονός αυτό προέκυψε από μία σειρά παρατηρήσεων που αναδεικνύουν περιορισμούς στην παραδοσιακή οικονομική προσέγγιση και στην ικανότητά της να εξηγήσει το τι συμβαίνει στην πράξη και να κάνει αξιόπιστες προτάσεις. Από την κριτική που ασκήθηκε πάνω σε αυτή τη διάσταση θεωρίας και πράξης προέκυψε και το διεπιστημονικό πεδίο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Ένα σχετικά νέο πεδίο, που η θεμελίωση του όμως, βασίζεται σε πρωτότυπα έργα παλαιότερων ετών. Σκοπός αυτού του πεδίου είναι να προσφέρει μια πιο αξιόπιστη και ολοκληρωμένη προσέγγιση στα ζητήματα της χρηματοοικονομικής.

Στο πρώτο μέρος της εργασίας επιχειρείται μία ανασκόπηση της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής προκειμένου να γίνει κατανοητή η έννοια, η σημασία και οι αδυναμίες αυτού του σχετικά νέου διεπιστημονικού πεδίου της χρηματοοικονομικής.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας επιχειρείται μία ανασκόπηση της κριτικής στο παραδοσιακό οικονομικό μοντέλο που προέρχεται από τις υποθέσεις της νεοκλασικής οικονομικής θεωρίας.

Σκοπός του τρίτου μέρους της εργασίας είναι να αναλύσει τις έννοιες που συνδέονται με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική και να αναδείξει τη χρησιμότητά της στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον όπως διαμορφώνεται σήμερα.

Στο τέταρτο μέρος υπάρχει μια σειρά προτάσεων που καθιστά εφαρμόσιμες τις εμπειρικές παρατηρήσεις στις τραπεζικές διεργασίες.

Τέλος, παρατίθενται τα ευρήματα έρευνας με ερωτηματολόγιο και τα σχετικά συμπεράσματα όσον αφορά το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και το βαθμό που αυτό ακολουθεί τις εξελίξεις στο πεδίο αυτό.

ΘΕΜΑΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΧΗ: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Ορθολογικές προσδοκίες, Μεροληπτική συμπεριφορά, Γνωστικές ψευδαισθήσεις, Διαχείριση περιουσίας.

ABSTRACT

In recent years there has been an intensive interest in the role of psychology and the knowledge economy and business in the investigation of the efficiency and competitiveness. This resulted from a series of observations that highlight limitations on traditional economic approach and its ability to explain what happens in practice and to make reliable recommendations. From the criticism on this aspect of theory and practice emerged an interdisciplinary field of behavioral finance. A relatively new field, but its foundations, based on original works of previous years. The purpose of this field is to provide a more reliable and comprehensive approach to financial issues. In the first part of the paper attempts a review of behavioral financial theory to understand the meaning, importance and weaknesses of this relatively new interdisciplinary field of Finance.

In the second part of the paper attempts a critical review of the traditional economic model derived from the assumptions of neoclassical economic theory. The purpose of Part Three of this thesis is to analyze the concepts related to behavioral economics and demonstrate the usefulness of the financial environment as they come today.

The fourth part is a series of proposals that make empirical observations applicable to banking processes.

Finally, given the findings of a questionnaire survey and the conclusions regarding the Greek banking system and the extent follows the developments in this field.

SUBJECT AREA: Behavioral Finance

KEYWORDS: Behavioral Finance, Rational expectations, discriminatory behavior, Cognitive illusions, property management.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

1.1. Εισαγωγή

Η έννοια της χρηματοοικονομικής είναι σε φάση ταχείας ανάπτυξης, από τα μέσα του τελευταίου αιώνα, μέχρι και σήμερα. Ιδιαίτερα η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio Theory), που αναπτύχθηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1950 και τα χρηματοοικονομικά μοντέλα που ακολούθησαν έπαιξαν μεγάλο ρόλο σε αυτή την ταχεία ανάπτυξη. Οι θεωρίες αυτές στοχεύουν να προσφέρουν μια αντικειμενική οπτική των πραγμάτων στο πεδίο της χρηματοοικονομικής και να εκφράσουν τις επενδυτικές προτιμήσεις του ατόμου με μαθηματικούς όρους.

Τα μοντέλα και οι τεχνικές που καλύπτονται από την παραδοσιακή θεωρία χρηματοοικονομικής που αναφέρονται παραπάνω τοποθετούν τα άτομα σύμφωνα με τις προτιμήσεις τους και κάθε άτομο αναμένεται να προβεί σε ορθολογικές προτιμήσεις σύμφωνα με μια πρότυπη συμπεριφορά. Αυτή η αρχή της ορθολογικότητας που είναι μία από τις υποθέσεις που απαιτούνται για να είναι σε θέση να τυποποιήσει τις προτιμήσεις των επενδύσεων προσελκύει την προσοχή ως την πιο σημαντική υπόθεση της κυρίαρχης οικονομικής θεωρίας.

Σύμφωνα την υπόθεση αυτή, τα άτομα έχουν ορθολογικές προτιμήσεις σχετικά με τα αποτελέσματα που μπορεί να συσχετιστούν με μια τιμή. Ως εκ τούτου, τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις, με σκοπό να μεγιστοποιηθεί η χρησιμότητά τους. Κατά μέσο όρο, αυτοί οι άνθρωποι παίρνουν αμερόληπτες αποφάσεις και μεγιστοποιούν την προσωπική τους ωφέλεια. Αυτή η ορθολογικότητα των συμμετεχόντων στην αγορά τροφοδοτεί μία από τις κλασικές θεωρίες της κλασικής χρηματοοικονομικής, την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Market Hypothesis, EMH). Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δηλώνει ότι οι τιμές ενσωματώνουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και ότι μπορεί να θεωρηθούν ως η βέλτιστη εκτίμηση της πραγματικής αξίας της επένδυσης ανά πάσα στιγμή. Βασίζεται στην ιδέα ότι οι άνθρωποι συμπεριφέρονται ορθολογικά, μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα με ακρίβεια και επεξεργάζονται όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Και δεδομένου ότι οι τιμές των μετοχών

διαμορφώνονται με τυχαίο τρόπο μέσα στο χρόνο, είναι αδύνατο να δημιουργηθεί ένα κέρδος άνω του μέσου όρου χωρίς επιπλέον κίνδυνο.

Αυτή η παραδοχή των παραδοσιακών οικονομικών έχει βρεθεί κάτω από την κριτική από την πρώτη ημέρα που υιοθετήθηκε όσον αφορά το ζήτημα του κατά πόσον ή όχι οι άνθρωποι κάνουν ορθολογικές επιλογές. Μολονότι το πρότυπο μοντέλο χρηματοοικονομικής ακούγεται ελπιδοφόρο, ενσωματώνει μια μη ρεαλιστική προσέγγιση για την ανθρώπινη συμπεριφορά. Όπως γνωρίζουμε, οι άνθρωποι είναι κοινωνικά πλάσματα που έχουν μοναδικές αξίες που τείνουν να αποφασίζουν σύμφωνα με τα συναισθήματα και τη συμπεριφορά τους. Έτσι δεν είναι δυνατόν να περιμένει κανείς από τους ανθρώπους να λαμβάνουν αποφάσεις μόνο με βάση αντικειμενικούς παράγοντες.

Μετά από όλα αυτά, οι ψυχολόγοι έχουν μελετήσει για δεκαετίες ευριστικούς κανόνες (heuristics) κατά τη λήψη αποφάσεων των ατόμων και βρήκαν πολλές μεροληπτικές (biased) – υποκειμενικές συμπεριφορές. Αυτή η κατάσταση οδηγεί στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioural Finance), η οποία ως κλάδος επιδιώκει να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές χρηματοοικονομικές επιπτώσεις στην αγορά από την επίδραση των ανθρώπινων ψυχολογικών διεργασιών στη λήψη αποφάσεων.

1.2. Ιστορική Εξέλιξη

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (behavioral finance) άρχισε να εμφανίζεται ως ένα νέο γνωστικό πεδίο της χρηματοοικονομικής σε πολλά επιστημονικά περιοδικά, δημοσιεύσεις επιχειρήσεων, ακόμη και σε εφημερίδες, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Ωστόσο τα θεμέλια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μπορεί να αναχθούν πάνω από 150 χρόνια.

Αρκετά πρωτότυπα βιβλία γραμμένα το 1800 και στις αρχές του 1900 σηματοδότησαν την έναρξη της μελέτης της συμπεριφοράς πάνω σε θέματα χρηματοοικονομικής και αποτελούν τις βάσεις για τη σχολή της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

(1841)¹ Αρχικά δημοσιεύθηκε το 1841, η μελέτη του MacKay με τίτλο «Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds» η οποία παρουσιάζει ένα χρονολόγιο των διαφόρων πανικών σε όλη την ιστορία (τα θέματα του MacKay περιλαμβάνουν οικονομικές φούσκες, σταυροφορίες, κινήγι μαγισσών, προφητείες, επιρροή της

¹ Charles Mackay (1841) Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds

φαντασίας στη θεραπεία της νόσου, δημοφιλείς ανοησίες στις μεγάλες πόλεις, κ.α.). Μεταξύ άλλων στο έργο του περιγράφονται οι οικονομικές μανίες όπως είναι η φούσκα της Νότιας Θάλασσας (Αγγλία 1711 – 1720) η φούσκα της Εταιρείας του Μισισσιπή (1719 – 1720), και η μανία της «Ολλανδικής Τουλίπας» από τις αρχές του δέκατου έβδομου αιώνα (Ολλανδία 1636 – 1637). Η εργασία αυτή δείχνει πώς η συμπεριφορά των ομάδων εφαρμόζεται στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μέχρι και σήμερα.

(1896)² Αργότερα το 1896 ένα σημαντικό έργο του Le Bon, με τίτλο «The Crowd» (Το Πλήθος) αποτελεί μια μελέτη για τη ψυχολογία του πλήθους και την συμπεριφορά των ομάδων και το πώς εφαρμόζονται στους τομείς της οικονομίας, της κοινωνικής ψυχολογίας, και της ιστορίας. Αποτελεί ένα βιβλίο που έχει ασκήσει πολύ μεγάλη επιρροή στη μελέτη της κοινωνικής ψυχολογίας.

(1912)³ Ο Selden το 1912 στο βιβλίο του με τίτλο «Psychology Of The Stock Market» (Ψυχολογία της χρηματιστηριακής αγοράς) ήταν ένας από τους πρώτους που εφάρμοσαν άμεσα το πεδίο της ψυχολογίας στην αγορά εμπορευμάτων. Το βιβλίο βασίζεται στην πεποίθηση ότι οι κινήσεις των τιμών στα χρηματιστήρια, εξαρτώνται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τη νοητική αντίληψη και την ψυχολογία των επενδυτών.

Αυτά τα τρία έργα σε συνδυασμό με αρκετά άλλα αποτελούν το θεμέλιο της εφαρμογής της ψυχολογίας, της κοινωνιολογίας στον τομέα της χρηματοοικονομικής. Ενδεικτικά παρακάτω αναφέρονται μια σειρά από νεότερα έργα που θεωρούνται σημαντικά στη διαμόρφωση της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

(1956)⁴ Το 1956 στις ΗΠΑ ο ψυχολόγος Leon Festinger (Festinger, Riecken και Schachter 1956) εισήγαγε μια νέα έννοια στην κοινωνική ψυχολογία: «the theory of cognitive dissonance» (Η θεωρία της γνωστικής ασυνέπειας). Η γνωστική ασυνέπεια, είναι η ψυχική σύγκρουση που βιώνουν τα άτομα, όταν τους παρουσιάζονται αποδεικτικά στοιχεία αντίθετα με τις αντιλήψεις τους. Δηλαδή είναι μια ενόχληση που προκαλείται από διαξιφισμό γνώσεων (παλαιών και νέων) και δημιουργεί στα άτομα αισθήματα έκπληξης, φόβου, θυμού, αμηχανίας. Η θεωρία της γνωσιακής ασυνέπειας προτείνει ότι οι άνθρωποι

² le Bon, Gustave, 1896. The Crowd: A Study of the Popular Mind. London: T. Fisher Unwin.

³ Selden, G. C., 1912. Psychology of the Stock Market: Human Impulses Lead To Speculative Disasters. New York: Ticker Publishing.

⁴ Festinger, Leon, Henry W. Riecken, and Stanley Schachter, 1956. When Prophecy Fails. Minneapolis: University of Minnesota Press.

προσπαθούν να μειώσουν την ασυνέπεια από την μεταβολή των υφισταμένων γνώσεων, προκειμένου να έχουν ένα συνεκτικό σύστημα πεποιθήσεων. Δηλαδή αν υπάρχουν δύο αντικρουόμενες απόψεις και η μία από αυτές υποστηρίζεται μέσα από τα διάφορα συναισθήματα ενός ατόμου, είναι δηλαδή προτιμώμενη, ο εγκέφαλος αυτόματα προσπαθεί να αποφύγει και να απορρίψει την αντίθετη άποψη και να βρει επιχειρήματα για την προτιμώμενη.

(1973)⁵ Το 1973 ο Amos Tversky και ο Daniel Kahneman εισήγαγαν την έννοια του heuristics – ευριστικοί κανόνες. Τα ευρήματα των ερευνών τους έδειξαν ότι τα άτομα ακολουθούν μεροληπτικές συμπεριφορές στον τρόπο που παίρνουν αποφάσεις. Το 1974 περιέγραψαν τρεις ευρυστικούς κανόνες που χρησιμοποιούνται κατά τη λήψη αποφάσεων στο πλαίσιο αβεβαιότητας (Tversky και Kahneman 1974):

- **Αντιπροσωπευτικότητα** (representativeness): Όταν οι άνθρωποι καλούνται να κρίνουν την πιθανότητα ότι το υποκείμενο Α ανήκει στην ομάδα Β, οι πιθανότητες που δίνονται αξιολογούνται από το βαθμό στον οποίο το υποκείμενο Α μοιάζει με την διαδικασία Β. Εάν φαινομενικά υπάρχει μια σχέση πιστεύουμε ότι η πιθανότητα είναι υψηλή, ενώ εάν φαινομενικά δεν υπάρχει κάποια σχέση πιστεύουμε ότι η πιθανότητα είναι χαμηλή.
- **Μεροληψία Διαθεσιμότητας** (Availability Bias): Όταν οι άνθρωποι καλούνται να αξιολογήσουν την πιθανότητα να συμβεί ένα γεγονός, κάνουν μεροληπτικές κρίσεις με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στη μνήμη τους παρόμοια γεγονότα.
- **Αγκυροβόληση** (Anchoring): Η αγκυροβόληση αναφέρεται στη διαδικασία λήψης απόφασης όπου χρειάζονται ποσοτικές εκτιμήσεις, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν με υποκειμενικό τρόπο.

(1979) Το 1979 οι Tversky και Kahneman παρουσίασαν μία κριτική στη θεωρία της προσδοκώμενης χρησιμότητας (expected utility theory), παρουσιάζοντας τη «Θεωρία της Προοπτικής» (prospect theory): θεωρία που μέσα από γνωστικές ψυχολογικές τεχνικές εξηγεί διάφορες τεκμηριωμένες παραβιάσεις της θεωρίας της προσδοκώμενης χρησιμότητας κατά τη λήψη της οικονομικής απόφασης. Στη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας οι χρησιμότητες των ενδεχομένων σταθμίζονται με τις πιθανότητές τους. Οι

⁵ Tversky, Amos, and Daniel Kahneman, 1973. Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207{232.

Kahneman και Tversky (1979)⁶, έδειξαν ότι οι προτιμήσεις των ατόμων συστηματικά παραβιάζουν αυτή την αρχή. Έδειξαν ότι τα άτομα δίνουν μεγαλύτερη στάθμιση σε ενδεχόμενα τα οποία θεωρούν βέβαια, παρά σε ενδεχόμενα που τα θεωρούν απλά πιθανά (Certainty effect).

(1981)⁷ Σε μία ακόμη σημαντική δημοσίευση το 1981 οι Tversky and Kahneman εισήγαγαν την έννοια της πλαισίωσης (framing). Έδειξαν ότι οι ψυχολογικές αρχές που διέπουν την αντίληψη των προβλημάτων απόφασης, και την αξιολόγηση των πιθανοτήτων και των αποτελεσμάτων παράγουν προβλέψιμες αλλαγές των προτιμήσεων, όταν το ίδιο πρόβλημα έχει διατυπωθεί με διαφορετικούς τρόπους.

(1985)⁸ Το 1985 ο Werner de Bondt FM και Richard Thaler δημοσίευσαν το άρθρο «Does the stock market overreact?» στο The Journal of Finance (de Bondt και Thaler 1985), που αποτελεί ουσιαστικά την έναρξη του τι έχει γίνει γνωστό ως συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Ανακάλυψαν ότι οι επενδυτές συστηματικά αντιδρούν υπερβολικά σε απρόσμενα νέα, κλονίζοντας την πληροφοριακή αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Μέχρι σήμερα πολλά νέα και σημαντικά έργα έχουν διαμορφώσει τη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Σήμερα, υπάρχει άφθονη προσφορά αρθρογραφίας γύρω από αυτό το ζήτημα και είναι προφανές ότι η αναζήτηση συνεχίζεται προκειμένου να βρεθεί η κατάλληλη ισορροπία των παραδοσιακών οικονομικών, της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, της συμπεριφορικής οικονομικής, της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας. Παρακάτω παρατίθεται ένας πίνακας με τα κυριότερα δημοσιευμένα πρόσφατα άρθρα.

Χρονολογία	Συγγραφέας	Μελέτη/ Τίτλος
2000	Shleifer	Inefficient Markets: An introduction to Behavioral Finance
2000	Shefrin	Beyond Greed and Fear

⁶ Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263{292.

⁷ Tversky, Amos, and Daniel Kahneman, 1981. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, 211(4481), 453{458.

⁸ De Bondt, Werner F. M., and Richard THALER, 1985. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793{805.

2000	Kahneman and Tversky	Choices, Values and Frames
2001	Rabin and Thaler	Anomalies – Risk Aversion: Διατυπώνουν το φαινόμενο της αποστροφής της ζημιάς και χαρακτηρίζουν την υπόθεση αναμενόμενης χρησιμότητας ως «νεκρή».
2002	Gilovich, Griffin and Kahneman	Heuristics and Biases: The Psychology of intuitive judgment
2002	Slovic et. al	Διατυπώνουν και περιγράφουν τον κανόνα των συναισθημάτων (affect heuristic)
2003	Barberis and Thaler	Διατυπώνουν τις τελευταίες εξελίξεις στη λήψη αποφάσεων σε καθεστώς κινδύνου μέσω της θεωρίας προοπτικής.
2009	Harrison and Rutstrom	Προτείνουν επανεξέταση της θεωρίας αναμενόμενης χρησιμότητας και της θεωρίας προοπτικής προτείνοντας ένα μοντέλο που λαμβάνει υπόψη και τις δύο.

1.3. Βασική Χρηματοοικονομική Θεωρία

Η βασική χρηματοοικονομική θεωρία, που είναι επίσης γνωστή και ως σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, έχει τέσσερις θεμελιώδεις αρχές:

1. οι επενδυτές είναι ορθολογικοί
2. οι αγορές είναι αποτελεσματικές
3. οι επενδυτές σχεδιάζουν τα χαρτοφυλάκιά τους, σύμφωνα με τους κανόνες του υποδείγματος μέσου - διακύμανσης της θεωρίας χαρτοφυλακίου (mean-variance portfolio theory) και,
4. οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι συνάρτηση των κινδύνων και μόνο.

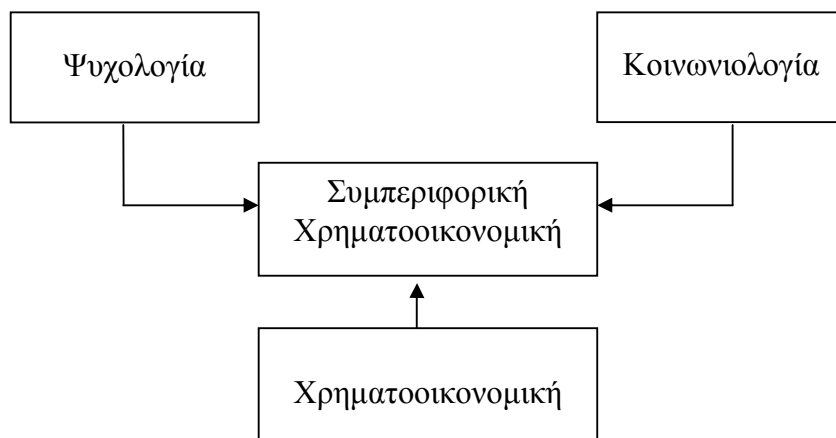
Η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου βέβαια δεν είναι πλέον πολύ μοντέρνα, χρονολογείται πίσω στα τέλη του 1950 και στις αρχές της δεκαετίας του 1960⁹. Οι Merton Miller και Franco Modigliani περιγράφουν τους επενδυτές ως ορθολογικούς το 1961. Ο Eugene Fama περιγράφει τις αγορές ως αποτελεσματικές το 1965. Ο Harry Markowitz εισάγει τη θεωρία μέσου - διακύμανσης χαρτοφυλακίου στην πρώτη μορφή της το 1952 και στην πλήρη της μορφή το 1959. Ο William Sharpe υιοθέτησε το υπόδειγμα μέσου - διακύμανσης της θεωρίας χαρτοφυλακίου ως περιγραφή της συμπεριφοράς των επενδυτών και το 1964 εισήγαγε τη θεωρία του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Σύμφωνα με αυτό το θεωρητικό μοντέλο, οι διαφορές στις αποδόσεις των μετοχών προσδιορίζονται μόνο από τις διαφορές στην έκθεση στον κίνδυνο, και ο συντελεστής βήτα (beta coefficient), είναι το μέτρο του κινδύνου (εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης ενός χρεογράφου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς).

1.4. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η συζήτηση γύρω από το θέμα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής που εμφανίζονται στη βιβλιογραφία εμφανίζει διάφορες εκδοχές και απόψεις για το τι πραγματικά πραγματεύεται το συγκεκριμένο πεδίο. Πολλοί μελετητές και συγγραφείς έχουν δώσει τη δική τους ερμηνεία και τον ορισμό του πεδίου.

Η ίδρυση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι ένας τομέας που βασίζεται σε μια διεπιστημονική προσέγγιση, που συμπεριλαμβάνει επιστήμονες από τις κοινωνικές επιστήμες και τις σχολές διοίκησης. Από τις κοινωνικές επιστήμες, περιλαμβάνει τους τομείς της ψυχολογίας, της κοινωνιολογίας, της ανθρωπολογίας, της οικονομίας και τα συμπεριφορικά οικονομικά. Από την πλευρά της διοίκησης επιχειρήσεων, αυτή καλύπτει τους τομείς όπως η διαχείριση, το μάρκετινγκ, τη χρηματοοικονομική, την τεχνολογία και τη λογιστική.

⁹ Victor Ricciardi and Helen K. Simon «What is Behavioral Finance?» Business, Education & Technology Journal, Vol. 2, No. 2, pp. 1-9, Fall 2000



Σχήμα 1:

Το παραπάνω σχήμα δείχνει τη σημαντική διεπιστημονική σχέση που ενσωματώνεται στη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Από αυτό το χαρακτηριστικό η θεωρία αυτή έλκει τη μοναδικότητά της διότι η ολοκλήρωσή της και η θεμελίωσή της γίνεται διά μέσου πολλών διαφορετικών πεδίων σκέψης και σχολών. Οι μελετητές, θεωρητικοί και επαγγελματίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής ανήκουν σε ένα ευρύ επιστημονικό πεδίο.

Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική εξηγεί τον τρόπο λήψης οικονομικών αποφάσεων από τα άτομα συνδυάζοντας κοινωνικούς, γνωστικούς και ψυχολογικούς παράγοντες με τα συμβατικά οικονομικά και χρηματοοικονομικά.

Η αδυναμία της υπόθεσης ότι οι οικονομικοί δρώντες μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα τους κατά ορθολογικό τρόπο, προκαλεί την εξάπλωση της έρευνας πάνω στο πεδίο της χρηματοοικονομικής συμπεριφορικής εντός του πλαισίου της αποτελεσματικής αγοράς, προκειμένου να εξηγήσει πολλά εμπειρικά μοντέλα.

Μια βασική παραδοχή πάνω στην οποία στηρίζεται η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ότι ο ανθρώπινος εγκέφαλος συχνά επεξεργάζεται τις πληροφορίες κάνοντας χρήση συντομεύσεων και συναισθηματικών φίλτρων. Οι διαδικασίες αυτές επηρεάζουν την οικονομική λήψη αποφάσεων, έτσι ώστε οι άνθρωποι συχνά να ενεργούν με τρόπο παράλογο, που παραβιάζουν τις παραδοσιακές έννοιες της αποστρόφης κινδύνου, και να κάνουν λάθη στις προβλέψεις τους. Η μη ορθολογική απόφαση θα μπορούσε να λαμβάνει χώρα είτε λόγω της επεξεργασίας λάθος πληροφοριών, είτε λόγω αντιφατικών ερμηνειών.

Ωστόσο, παραδοσιακή θεωρητική προσέγγιση υιοθετείται ότι οι παράλογες αποφάσεις των επενδυτών δεν αρκούν για να καταστήσουν την αγορά κεφαλαίων αναποτελεσματική,

γιατί στην περίπτωση που συμπεριφερθούν κάποιοι ανορθολογικά τότε θα υπάρξουν arbitrageurs που θα σπεύσουν να εκμεταλλευτούν αυτή την ευκαιρία και οι τιμές θα αναπροσαρμοστούν προς τα πίσω για την σωστή τους αξία. Βέβαια, στην πράξη, οι ενέργειες των arbitrageurs είναι πολύ περιορισμένες. Ως εκ τούτου, δεν αρκούν για να ωθήσουν τις τιμές προς την εγγενή αξία.

Συνοψίζοντας η συμπεριφορική διαφέρει από την παραδοσιακή προσέγγιση της θεωρίας των κεφαλαιαγορών σε τρία βασικά σημεία.

Πρώτον, σύμφωνα με την συμπεριφορική, οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί με τον τρόπο που περιγράφει η παραδοσιακή θεωρία, σύμφωνα δηλαδή με τον κανόνα του Bayes.

Δεύτερον, οι συμμετέχοντες στην αγορά αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά με τον ίδιο μη συστηματικό τρόπο, ενώ σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία αν οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί, τότε οι συναλλαγές αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάζουν τις τιμές.

Τρίτον, η συμπεριφορική υποστηρίζει ότι το arbitrage συνεπάγεται κόστος και ενέχει κίνδυνο, οπότε καθίσταται μη αποτελεσματικό, ενώ η παραδοσιακή θεωρία υποστηρίζει ότι οι arbitrageurs εξαλείφουν οποιαδήποτε επίδραση των μη ορθολογικών επενδυτών πάνω στις τιμές.

1.5. Κριτική

Παρά την πρόοδο που σημειώθηκε από τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική προκειμένου να εξηγήσει την συμπεριφορά των ατόμων κατά τη διενέργεια συναλλαγών, παραμένουν πολλές προκλήσεις. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι δομημένη ως επί το πλείστον γύρω από εμπειρική εργασία.

Έτσι για να γίνει αποδεκτή ως ένα εναλλακτικό πλαίσιο που εξηγεί την ανθρώπινη συμπεριφορά με επακόλουθες συνέπειες για τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι διάφορες προκαταλήψεις (biases) και η διαβίβασή τους στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να μοντελοποιηθούν - διαμορφωθούν θεωρητικά ώστε οι εμπειρικά παρατηρούμενες συμπεριφορές να οριστούν και να είναι δυνατή η εξαγωγή προβλέψεων.

Ακόμη μια από τις επικρίσεις της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι ότι δίνει πολύ μεγάλο βαθμό ελευθερίας στην κατασκευή υποδειγμάτων σε βαθμό που κάποιος θεωρητικός του πεδίου μπορεί να εξηγήσει σχεδόν τα πάντα μόνο από την προσφυγή σε

νέες "προκαταλήψεις" (biases) και χρησιμοποιώντας την ψυχολογία να δικαιολογεί οποιαδήποτε νέα εμπειρικά αποτελέσματα.

Επίσης, μέχρι σήμερα, η εμπειρική τεκμηρίωση της συμπεριφοράς κατά τη διενέργεια των συναλλαγών έχει έρθει κυρίως από τις αναπτυγμένες οικονομικά αγορές στις οποίες οι επενδυτές μπορεί να είναι πιο εξελιγμένοι με υψηλότερες ικανότητες μάθησης.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς έχει προχωρήσει από τη θεωρία στην εμπειρική εργασία. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική από την άλλη, προχωρά αντίθετα από την εμπειρική εργασία στη θεωρία. Ίσως η αληθινή προσέγγιση βρίσκεται κάπου μεταξύ μιας κανονιστικής θεωρίας των ανθρώπινων δράσεων κατάλληλα τροποποιημένης από μια περιγραφική θεωρία της ανθρώπινης λογικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΡΘΟΔΟΞΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ – ΜΙΑ ΚΡΙΤΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

2.1. Εισαγωγή

Κατά γενική παραδοχή, η κυρίαρχη οικονομική προσέγγιση του δεύτερου μισού του 20ού αιώνα, και σε μεγάλο βαθμό μέχρι σήμερα, είναι πολύ στενότερη στη σύλληψη της φύσης και των πεδίων της οικονομικής, όπως αυτή εκφράστηκε από τους λεγόμενους κλασικούς οικονομολόγους (οι τρεις σπουδαιότεροι από αυτούς, καθώς αποτέλεσαν τους θεμελιωτές της οικονομικής επιστήμης Adam Smith, Karl Marx και David Ricardo).

Παρά το γεγονός ότι, υπάρχουν διαφορές στις προσεγγίσεις των μεγάλων αυτών κλασικών οικονομολόγων, υπάρχει κάτι θεμελιακό που τους ενώνει. Όλοι τους υιοθέτησαν μια πλατιά αντίληψη για τη φύση και τους στόχους της οικονομικής επιστήμης. Ενδεικτικοί είναι οι τίτλοι των κύριων έργων τους: Ο Πλούτος των Εθνών (του Smith), Το Κεφάλαιο (του Marx), Οι Αρχές Πολιτικής Οικονομίας και Φορολογίας (του Ricardo).

Αντίθετα με το εύρος του στοχασμού των κλασικών οικονομολόγων, αυτό που σήμερα έχει επικρατήσει ως ο ορισμός της οικονομικής επιστήμης είναι ότι οικονομική είναι η ανάλυση της αποτελεσματικής κατανομής των σε στενότητα ευρισκόμενων πόρων. Στο πλαίσιο του ορισμού αυτού, επιπλέον, η νεοκλασική σχολή επικεντρώνεται στο μηχανισμό των τιμών (την «αγορά») ως τον κύριο τρόπο επίτευξης της κατανομής αυτής, και προτείνει σαν κύριο μεθοδολογικό εργαλείο το μεθοδολογικό ατομισμό (ορθολογισμό και αριστοποιητική συμπεριφορά των οικονομικών μονάδων, π.χ. καταναλωτών, επιχειρήσεων, κράτους), σαν βάση εξήγησης όλων των μικρό- και μακροοικονομικών φαινομένων, την αναζήτηση των σημείων ισορροπίας, και τη συγκριτική στατική. Η έννοια της αποτελεσματικότητας που υιοθετείται είναι αυτή του Vilfredo Pareto, ότι δηλαδή αποτελεσματική κατανομή των πόρων υφίσταται όταν δεν είναι δυνατή μια βελτίωση της θέσης ενός ατόμου χωρίς την παράλληλη χειροτέρευση της θέσης ενός άλλου. Άλλο κύριο στοιχείο της προσέγγισης είναι η υπόθεση πλήρους γνώσης (ή έστω αβεβαιότητας και ρίσκου), όχι όμως ριζοσπαστικής αβεβαιότητας και άγνοιας.

Ως εκ τούτου, εύκολα μπορεί να αντιληφθεί κανείς ότι η νεοκλασική οικονομική θεωρία απέχει από την πλατιά αντίληψη των πραγμάτων και την ολιστική προσέγγιση των

κλασικών οικονομολόγων. Ακόμη περισσότερο μπορεί κανείς να ισχυριστεί ότι είναι και μυωπική, και λανθασμένη. Και αυτό γιατί αναλύοντας τον ίδιο τον ορισμό, είναι γενικά αποδεκτό ότι ένας από τους (κύριους) πόρους (προς αποτελεσματική κατανομή), η «εργασία» (οι άλλοι είναι το κεφάλαιο και η γη, και για πολλούς η «γνώση»), δεν βρίσκεται σε στενότητα. Αντίθετα, το κύριο πρόβλημα σήμερα, π.χ. για πλέον του 17% επίσημα (και πολύ υψηλότερο ανεπίσημα) ποσοστό των ανέργων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δεν φαίνεται να είναι το ότι είναι σε στενότητα, αντίθετα μάλλον ότι πλεονάζουν! Ένα άλλο εξίσου σημαντικό θέμα είναι αυτό της «γνώσης». Ξεκινώντας από τον Hayek (κύριο εκπρόσωπο της αυστριακής σχολής), πολλά ηχηρά ονόματα της οικονομικής, π.χ. η Edith Penrose και ο Harold Demsetz, αλλά και ολόκληρες θεωρητικές προσεγγίσεις (που βασίζονται σε αυτούς), όπως η θεωρία της ενδογενούς μεγέθυνσης, αναγνωρίζουν την κρίσιμη σημασία του πόρου «γνώση». Σε τέτοιο βαθμό μάλιστα, που οικονομολόγοι, γκουρού του management (Senge, Argyris κλπ.) και πολλοί άλλοι αναφέρονται σήμερα στην κοινωνία που ζούμε ως «κοινωνία της γνώσης», στις επιχειρήσεις σαν «διδασκόμενες οργανώσεις» και άλλα αντίστοιχα. Ένα κρίσιμο όμως χαρακτηριστικό της γνώσης είναι ακριβώς το ότι δεν ευρίσκεται σε στενότητα. Το αντίθετο, θα μπορούσε να είναι αλήθεια. Υπάρχει σήμερα, τόση πολλή γνώση, με την έννοια τουλάχιστον της διαθέσιμης υπερ – πληροφόρησης, που να μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι το κρίσιμο στο μέλλον θα είναι η αποτελεσματική διαχείριση και αξιοποίηση της υφιστάμενης γνώσης. Σπουδαιότερο ίσως είναι το ότι η γνώση δεν είναι απλά σε μη στενότητα, αλλά είναι στην ίδια της τη φύση να έχει χαρακτήρα «δημόσιου αγαθού». Η χρήση της δηλαδή από κάποια (οικονομική) μονάδα δεν μειώνει τη δυνατότητα κάποιας άλλης να τη χρησιμοποιήσει. Αντίθετα, φαίνεται να ισχύει το ότι η γνώση είναι προϋπόθεση και πηγή δημιουργίας περισσότερης γνώσης. Στο βαθμό που ισχύει αυτό, και με δεδομένη τη σπουδαιότητα της γνώσης, τίθεται ένα σημαντικό ερώτημα όσον αφορά την κυρίαρχη νεοκλασική αντίληψη περί της οικονομικής.

Βέβαια θα ήταν μυωπικό να συμπεράνει κανείς από τα παραπάνω ότι η νεοκλασική οικονομική στερείται χρησιμότητας. Για το συγκεκριμένο θέμα που πραγματεύεται (την αποτελεσματική κατανομή των σε στενότητα ευρισκόμενων πόρων) αντίθετα, αυτή αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο π.χ. για την ανάλυση και πρόβλεψη αλλαγών στις τιμές εμπορευμάτων. Επειδή πολλά εμπορεύματα είναι πράγματι σε κάποια συγκεκριμένη στιγμή σε στενότητα, η νεοκλασική οικονομική μπορεί να έχει πολλές ενδιαφέρουσες και χρήσιμες εφαρμογές. Αλλά δεδομένου ότι το ζητούμενο δεν είναι μόνο η αποτελεσματική

κατανομή των πόρων, αλλά και η παραγωγή και η διανομή και από τη στιγμή που όλοι οι πόροι δεν είναι σε στενότητα και από τη στιγμή που δεν ενδιαφερόμαστε μόνο για κατά Pareto αποτελεσματικότητα (οι περισσότερες μεταβολές άλλωστε βελτιώνουν τη θέση κάποιων ενώ παράλληλα χειροτερεύουν αυτήν κάποιων άλλων), η νεοκλασική προσέγγιση απλά δεν αρκεί.

2.2. Το Υπόδειγμα των Ορθολογικών αποφάσεων

2.2.1. Ορθολογικές προσδοκίες – μια σύνοψη

Στην κυρίαρχη οικονομική σκέψη η σχολή των ορθολογικών προσδοκιών είναι η πιο διαδεδομένη. Πρόκειται για το κύριο θεωρητικό μοντέλο σήμερα και κατέχει δεσπόζουσα θέση στην σχολή της μικροοικονομίας. Η κύρια υπόθεση της ορθολογικής συμπεριφοράς είναι ότι ο άνθρωπος ως ορθολογικό ον, ενεργεί χρησιμοποιώντας όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση που έχει, ενώ παράλληλα δεν υποπίπτει σε συστηματικά λάθη. Γεγονός που καθιστά δυνατή την αριστοποιητική συμπεριφορά όλων των οικονομικών οντοτήτων.

Γενικά η θεωρία δέχεται ότι:

- i) όλες οι εναλλακτικές επιλογές είναι «δεδομένες»,
- ii) όλες οι συνέπειες που απορρέουν από κάθε εναλλακτική επιλογή είναι γνωστές,
- iii) ο ορθολογικός άνθρωπος διαθέτει μια πλήρη κατάταξη των χρησιμοτήτων για όλα τα δυνατά σύνολα συνεπειών.

Ετυμολογικά, ο όρος «ορθολογισμός» σημαίνει το να είναι κάποιος λογικός, να ενεργεί λογικά, να έχει ορθή κρίση¹⁰.

Ως εκ τούτου το θεωρητικό υπόδειγμα του ορθολογικού ατόμου που υιοθετείται από τη νεοκλασική οικονομική και κατά συνέπεια και από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική, αναφέρεται σε ένα άτομο που είναι έξυπνο, έχει στη διάθεση του όλη την πληροφόρηση, υπολογίζει τα κόστη και τις ωφέλειες σε εναλλακτικές επιλογές και είναι σε θέση να συμπεριφερθεί αριστοποιητικά. Με άλλα λόγια υιοθετείται ένα μοντέλο συμπεριφοράς κατά το οποίο υπάρχει εκ των προτέρων γνώση δεδομένου ότι υπάρχουν άριστες επιλογές (τα λάθη και οι παραλείψεις είναι εξωγενή και συμβαίνουν τυχαία. Δηλαδή η θεωρία

¹⁰ The American Heritage Dictionary of the English Language, (Boston: Houghton Mifflin, 1978).

αγνοεί την εμπειρική διάσταση των πραγμάτων όπου η γνώση αποκτάται εκ των υστέρων κατόπιν εμπειρίας και πειράματος).

Αυτό που είναι βέβαιο είναι ότι η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών είναι θεμελιώδους σημασίας για την σύγχρονη νεοκλασική οικονομική. Η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών αποτελεί τη βάση της θεωρίας κατανάλωσης και άρα της θεωρίας ζήτησης, της θεωρίας επένδυσης, της θεωρίας διαχρονικής κατανομής των οικονομικών πόρων και άλλων βασικών θεωριών της νεοκλασικής. Επίσης χρησιμοποιείται και σε πολλούς άλλους κλάδους της οικονομικής όπως στην οικονομική της εργασίας, στη δημόσια οικονομική και ως μικροοικονομική βάση για ένα μεγάλο αριθμό μακροοικονομικών υποδειγμάτων.

Για να δούμε πώς ο ορθολογισμός λειτουργεί, χρησιμοποιούμε το ακόλουθο παίγνιο¹¹: αν ζητήσουμε από μια ομάδα ανθρώπων να μαντέψουν έναν αριθμό μεταξύ του 0 και του 100. Αυτός που θα προτείνει τον πλησιέστερο αριθμό στο μισό του μεγαλύτερου αριθμού που έχει προταθεί από όλη την ομάδα θα κερδίσει ένα έπαθλο 1.000 ευρώ. Έτσι, αν έξι άτομα παίζουν το παίγνιο και επιλέξουν 50,80,40,60,30 και 100, αντίστοιχα, τότε αυτός που επέλεξε το 50 κερδίζει εφόσον το μέγιστο είναι το 100 και το μισό του είναι το 50. Στη διαδικασία επιλογής η απάντηση του κάθε ατόμου εξαρτάται από το ποιος νομίζει ότι θα είναι ο μεγαλύτερος αριθμός που θα προταθεί στην ομάδα. Από την άλλη, όμως, αυτός ο (μεγαλύτερος) αριθμός θα επιλεγεί από κάποιον που επίσης προσπαθεί να μαντέψει τον μεγαλύτερο αριθμό. Εδώ είναι που ο ορθολογισμός έρχεται για να βοηθήσει τους οικονομολόγους να δημιουργήσουν μια θεωρία ισορροπίας ως προς τις επιλογές και την συμπεριφορά των ορθολογιστών.

Είναι σαφές ότι όλοι στην ομάδα θα θέλουν να κερδίσουν το έπαθλο των 1.000 ευρώ, αυτός ο σκοπός είναι δεδομένος. Εάν είναι όλοι ορθολογικοί, ο καθένας θα προσπαθήσει να φανταστεί ποια θα είναι η μέγιστη επιλογή του άλλου και μετά θα επιλέξει το μισό της (έτσι, αν νομίζει ότι η μέγιστη επιλογή θα είναι το 80, θα επιλέξει το 40). Αλλά αν όλοι σκέπτονται με αυτό τον τρόπο (και επίσης γνωρίζουν ότι και οι άλλοι σκέφτονται κατ' αυτόν τον τρόπο) ο καθένας σιγά σιγά θα αναθεωρεί προς τα κάτω τις εκτιμήσεις του για τον μέγιστο αριθμό. Έτσι, τελικά, όλοι θα επιλέξουν το μηδέν. Αυτή είναι η ισορροπία του συγκεκριμένου παιγνίου: ο κάθε παίχτης επιλέγει το μηδέν!

¹¹ Nagel Rosemarie 1995 Unraveling in Guessing Games: An Experimental Study Rosemarie» American Economic Review, volume 85, issue 5, 1313 - 1326

Φυσικά, προκειμένου να επιτευχθεί αυτή η ισορροπία πρέπει όχι μόνο κάθε παίχτης να είναι ορθολογικός αλλά επίσης να γνωρίζει ότι όλοι οι άλλοι σκέφτονται με τον ίδιο τρόπο. Βέβαια θα μπορούσε κανείς να είναι, για παράδειγμα, απολύτως ορθολογικός, αλλά να μην έχει καθόλου εμπιστοσύνη στο κατά πόσον είναι οι άλλοι. Μάλιστα, μπορεί και να πιστεύει ότι κάποιος ανόητος στην ομάδα μπορεί να επιλέξει, χωρίς να λαμβάνει υπόψη του τους κανόνες του παιχνιδιού, το 100 απλά και μόνο επειδή είναι ένας μεγάλος, στρογγυλός αριθμός. Τότε η καλύτερη επιλογή είναι το 50, και όχι το μηδέν. Αυτός, λοιπόν, είναι ο λόγος για τον οποίο η δουλειά των οικονομολόγων είναι δυσκολότερη από αυτήν των φυσικών: σε αντίθεση με τα μαγνητικά πεδία που δεν έχουν σκέψεις που να επηρεάζουν την συμπεριφορά τους, οι πράξεις των ανθρώπων καθορίζονται εξ ολοκλήρου από ανατροφοδοτούμενους διανοητικούς μηχανισμούς.

Ωστόσο, οι οικονομολόγοι ελπίζουν ότι η εμπειρία θα εξομαλύνει τέτοιου είδους προβλήματα και ότι στο τέλος θα θριαμβεύσει η θεωρητική ισορροπία. Για παράδειγμα, αν το παίγνιο επαναλαμβανόταν, το άτομο που επέλεξε το 100 γρήγορα θα συνειδητοποιήσει ότι ήταν λάθος να επιλέξει έναν τόσο μεγάλο αριθμό την στιγμή που καμιά επιλογή ενός αριθμού μεγαλύτερου από το 50 δεν έχει νόημα. Έτσι, την δεύτερη φορά που θα παίξει το παίγνιο, θα επιλέξει το πολύ το 50. Αλλά τότε, αν το 50 είναι ο μεγαλύτερος επιλεγμένος αριθμός, ακόμη μια φορά θα χάσει και το έπαθλο θα κερδίσει αυτός που επέλεξε το 25 (το μισό του μέγιστου) ή κάποιο νούμερο κοντά στο 25. Επομένως, την τρίτη φορά που θα παίξει το παίγνιο, ο μέγιστος αριθμός που θα επιλέξει θα είναι το 25. Με αυτόν τον τρόπο θα συνεχιστούν οι γύροι μέχρι που ύστερα από αρκετές επαναλήψεις όλες οι επιλογές θα τείνουν στο μηδέν: την επιλογή που αντιστοιχεί στην ισορροπία και στην οποία όλοι οι εργαλειακά ορθολογικοί θα τείνουν (ακόμα και αν στην πραγματικότητα ποτέ δεν την φτάνουν ακριβώς).

Αυτό το απλό παράδειγμα δια φωτίζει τον τρόπο με τον οποίο οι οικονομολόγοι χρησιμοποιούν την υπόθεση ότι οι άνθρωποι είναι αποτελεσματικοί (ή μαθαίνουν να είναι αποτελεσματικοί) στην επιδίωξη των σκοπών τους (δηλαδή ότι είναι ή γίνονται ορθολογικοί), ούτως ώστε να δημιουργήσουν μια θεωρία για το πώς συμπεριφέρονται οι μάζες και πώς αυτή η συμπεριφορά σε συναθροιστικό επίπεδο μπορεί να γίνει κατανοητή στο πλαίσιο κάποιας ισορροπίας προς την οποία τείνουν. Σε αυτό το απλό παίγνιο τα άτομα, κινητοποιούμενα από την επιθυμία τους να κερδίσουν το έπαθλο, και βοηθούμενοι από την ικανότητα τους να σκέφτονται λογικά, θα επιλέγουν ολοένα και μικρότερους αριθμούς, θα μπορούσε κανείς να πει ότι έλκονται από το συμμετρικό αποτέλεσμα της

ισορροπίας. Το ίδιο ισχύει και στις αγορές: οι αγοραστές και οι πωλητές μεταβάλλουν τις συμπεριφορές τους (δηλαδή αγοράζουν λιγότερο, παράγουν περισσότερο κ.λπ.) επιδιώκοντας περισσότερη ωφέλεια ή ισοδύναμα κέρδος, με αποτέλεσμα οι τιμές και οι ποσότητες των αγαθών να τείνουν προς την ισορροπία της αγοράς (ή αλλιώς προς την αγοραία ισορροπία). Όταν η οικονομία φτάσει στην ισορροπία, οι τιμές και οι ποσότητες θα πάνε να μεταβάλλονται και η οικονομία θα σταθεροποιηθεί¹².

Συμπερασματικά, οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι, σε αντίθεση με τον φυσικό κόσμο όπου ο νόμος της βαρύτητας σε συνδυασμό με άλλους φυσικούς νόμους είναι αυτοί που προκαλούν την ισορροπία, στην κοινωνία αυτή την λειτουργία επιτελεί ο ορθολογισμός των ατόμων. Οι νεοκλασικοί οικονομολόγοι ορίζουν τον ορθολογισμό εργαλειακά (δηλαδή ο ορθολογισμός σου είναι ένα εργαλείο για την επίτευξη δεδομένων στόχων) και εντάσσουν τις αποφάσεις των ανθρώπων σε ένα υπόδειγμα που θεωρεί τον άνθρωπο ένα πλάσμα που μεγιστοποιεί χρησιμότητες.

2.2.2. Ορθολογικές προσδοκίες – Κύριες Κριτικές

Έτσι οι υποθέσεις στα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται όπως η ορθολογικότητα όπου κατά τη νεοκλασική έννοια σημαίνει «μεταδόσιμη» πληροφόρηση, και η μεγιστοποίηση των κερδών καθίσταται δυνατή μέσω της εισροής της πληροφορίας σε έναν βελτιστοποιητικό αλγόριθμο. Και αυτό γιατί σύμφωνα με το μηχανισμό της αγοράς η κατανομή των πόρων γίνεται μέσω της παρεχόμενης πληροφόρησης σχετικά με τις τιμές σε επιχειρήσεις που έχουν όλες την ίδια πάγια γνώση. Αυτή η νεοκλασική θεώρηση της επιχείρησης, ως μία συνάρτηση παραγωγής, ένας αυτόματος μετατροπέας εισροών σε εκροές, ένα «μαύρο κουτί» που προσδίδει ομοιογένεια στις επιχειρήσεις τουλάχιστον ενδοκλαδικά εστιάζοντας στο εξωτερικό περιβάλλον αγνοώντας το εσωτερικό περιβάλλον, που είναι υπεύθυνο για τις δυναμικές αλλαγές και προσαρμογές.

Κατόπιν όλων αυτών των υποθέσεων η κριτική που ασκείται στη νεοκλασική θεωρία πάνω στο κύριο θεωρητικό εργαλείο που χρησιμοποιεί είναι ότι αυτό το άτομο στην πραγματικότητα δεν υπάρχει. Και δεν μπορεί να υπάρξει γιατί η πληροφορία και η γνώση που σήμερα αποτελούν τους σημαντικότερους πόρους για οικονομική μεγέθυνση, παρουσιάζουν ορισμένες ιδιαιτερότητες. Έτσι η ορθόδοξη οικονομική θεωρία παρουσιάζει

¹² Βαρουφάκης Γ. (2007), «Πολιτική Οικονομία, Η οικονομική θεωρία στο φως της κριτικής», Εκδόσεις Gutenberg, σελ. 23 – 110.

μια δυσκολία προσαρμογής στο νέο στάτους κβο (Νέες Τεχνολογίες Πληροφορικής και Επικοινωνιών) , το οποίο οφείλεται κατά κύριο λόγο στη φύση και τις ιδιαίτερες ιδιότητες της πληροφορίας. Τα χαρακτηριστικά αυτά έχουν να κάνουν κυρίως με την περιπλεγμένη «συντακτική» (όγκος πληροφορίας) και «σημασιολογική» (νόημα πληροφορίας) φύση της, που εμπλέκει ένα πλήθος εννοιών, ανεξάρτητων, αλλά όχι ασυσχέτιστων. Έτσι από την συντακτική προοπτική ως πληροφορία μπορεί να θεωρηθεί οτιδήποτε μπορεί να ψηφιοποιηθεί – κωδικοποιηθεί ως μια σειρά από bit. Αυτός ο μαθηματικός ορισμός της πληροφορίας αφορά κυρίως τους μηχανικούς και είναι αδιάφορος προς οτιδήποτε εμπειρέχει νοήματα, καθώς βασίζεται στην ανάλυση της ροής πληροφοριών που μετρίεται άσχετα με το εγγενές νόημα. Από την σημασιολογική προοπτική η ουσία της πληροφορίας αντανακλάται στο νόημα που μεταφέρει και έχει να κάνει με έννοιες όπως η ανθρώπινη γνώση και κατανόηση. Αυτό γίνεται κατανοητό στις περιπτώσεις όπου το νόημα μίας πληροφορίας εξαρτάται όχι από σταθερούς ορισμούς, αλλά από παράγοντες που συνδέονται με γνώση. Έτσι για παράδειγμα οι έννοιες του «φρέσκου», του «ώριμου», του «σφιχτού», για ένα λαχανικό ή φρούτο εξαρτώνται από την εποχή του χρόνου, την ποικιλία, τον προμηθευτή και τον καταναλωτή. Οπότε η δουλειά του μεσάζοντα δεν είναι απλά ο συντονισμός πληροφοριών μεταξύ αγροτών και αγοραστών, αλλά κάτι περισσότερο, και πιο συγκεκριμένα να συγκερνά τις διαφορετικές οπτικές γωνίες προμηθευτών και καταναλωτών.

Κατά συνέπεια με βάση τις δύο προοπτικές (συντακτική, σημασιολογική) που εμφανίζει η πληροφορία ως πόρος διακρίνονται μια σειρά από δυσκολίες που την καθιστά ιδιαίτερα ολισθηρή στη διαχείρισή της από την οικονομική θεωρία.

Πιο συγκεκριμένα γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση σε πραγματικές συνθήκες είναι πολύ δύσκολο να χρησιμοποιηθεί είτε γιατί κοστίζει ακριβά, είτε γιατί ο όγκος της είναι μεγάλος και δεν μπορεί να κωδικοποιηθεί από τον άνθρωπο (σύμφωνα με τον Simon η αφθονία πληροφοριών δημιουργεί έλλειψη προσοχής).

Πέρα από αυτό η «σημασιολογική» φύση που έχει η πληροφορία και που συνδέεται με το νόημα που εμπειρέχεται στην πληροφορία, την καθιστά διαφορετικά αξιοποιήσιμη από το κάθε άτομο χωριστά ανάλογα με την ατομική γνώση και κατανόηση που έχει.

Ως εκ τούτου, η ορθολογικότητα των ανθρώπων είναι περιορισμένη. Και αυτό γιατί είτε τα πραγματικά προβλήματα έχουν ένα βαθμό πολυπλοκότητας που ξεπερνά την ανθρώπινη ικανότητα για ανάλυση, είτε γιατί η γνώση ρητή και άρρητη (που είναι αποτέλεσμα του

γενικότερου περιβάλλοντος που ζει ο άνθρωπος) οδηγεί σε διαφορετική συμπεριφορά τους λήπτες αποφάσεων πράγμα που σημαίνει ότι δεν υπάρχει ένας ιδεατός και άριστος τρόπος επιλογής.

Κατά συνέπεια λόγο του γεγονότος ότι η κύρια υπόθεση του υποδείγματος, λαμβάνει υπόψη ότι οι άνθρωποι λειτουργούν πάντα με βάση τη λογική και εφαρμόζουν ένα μεγιστοποιητικό αλγόριθμο στις καταστάσεις για τις οποίες καλούνται να αποφασίσουν, το καθιστά περιορισμένης εφαρμογής. Και αυτό γιατί, εκ των πραγμάτων πολλές φορές τα άτομα λειτουργούν διαφορετικά κάτω από τις ίδιες ακριβώς συνθήκες.

Με άλλα λόγια ορθολογισμός κατά τη νεοκλασική έννοια σημαίνει ότι η μεταδόσιμη πληροφόρηση είναι η εισροή σε έναν βελτιστοποιητικό αλγόριθμο. Αυτή η προσέγγιση όμως δεν επαρκεί για να εξηγήσει πως διαφορετικές επιχειρήσεις παίρνουν διαφορετικές αποφάσεις σε παρόμοιες ή ίδιες συνθήκες.

Μία προσέγγιση που αναδεικνύει την αδυναμία του νεοκλασικού θεωρητικού υποδείγματος και τονίζει την σημασία της γνώσης στον τρόπο συμπεριφοράς και επιλογής του ατόμου, είναι αυτή του Hayek (κύριο εκπρόσωπο της αυστριακής σχολής οικονομικών), σύμφωνα με τον οποίο, το να φτιάξεις μία ορθολογική οικονομική τάξη είναι συνώνυμο με το να κατορθώσεις να βρεις τον καλύτερο τρόπο κατανομής των «δεδομένων πόρων». Οπότε το οικονομικό πρόβλημα είναι μόνο ένα πρόβλημα λογικής πραγματοποίησης οικονομικών υπολογισμών. Ωστόσο σύμφωνα με τον Hayek το οικονομικό πρόβλημα της κοινωνίας δεν είναι αυτό που οι ορθόδοξοι οικονομολόγοι θεωρούν, δηλαδή το πώς να κατανέμονται οι «δεδομένοι πόροι». Το συμπέρασμα αυτό του Hayek προήλθε όπως διατύπωσε από το γεγονός ότι *«ο ιδιαίτερος χαρακτήρας των προβλημάτων της ορθολογικής οικονομικής τάξης καθορίζεται ακριβώς από το γεγονός ότι η γνώση των περιστάσεων τις οποίες θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε δεν υπάρχει σε συγκεκριμένη ή ολοκληρωμένη μορφή, υπάρχουν μόνο διασκορπισμένα τμήματα ελλιπούς, και συχνά, αντιφατικής γνώσης, που κατέχουν όλα τα μεμονωμένα άτομα»*. Έτσι ο Hayek υποστήριξε ότι το οικονομικό πρόβλημα *«είναι πρόβλημα χρήσης μιας γνώσης που δεν είναι κτήμα κανενός στην ολότητά της»*. Επί της ουσίας ο Hayek ήταν πρωτοπόρος αναδεικνύοντας τη σημασία της υποκειμενικής γνώσης η οποία αποκτά νόημα σε συγκεκριμένα πλαίσια που έχουν να κάνουν με το χώρο και το χρόνο και δεν πρέπει να θεωρείται ως κάτι σταθερό. Κατέταξε λοιπόν τη γνώση σε επιστημονική γνώση (π.χ. γνώση γενικών κανόνων) και σε γνώση συγκεκριμένων συνθηκών χρόνου και χώρου, υποστηρίζοντας ότι οι μεταβαλλόμενες περιστάσεις επαναπροσδιορίζουν συνεχώς το

σχετικό πλεονέκτημα της γνώσης που κατέχουν διαφορετικά άτομα. Επομένως «ο ρόλος του μηχανισμού των τιμών είναι η μετάδοση πληροφοριών» με βάση τις οποίες οι οικονομικοί δρώντες ενεργούν εφαρμόζοντας την υποκειμενική τους γνώση (π.χ. προσδοκίες), επηρεάζοντας με αυτό τον τρόπο τις μελλοντικές καταστάσεις («η αγορά είναι η διαδικασία μέσα από την οποία η ατομική γνώση κινητοποιείται κοινωνικά»). Κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την εκ των προτέρων ισορροπία των νεοκλασικών οικονομικών όπου σύμφωνα με την υπόθεση της ορθολογικότητας η προσφορά δημιουργεί τη δική της ζήτηση και οι σχεδιαζόμενες επενδύσεις συμπίπτουν με τις σχεδιαζόμενες αποταμιεύσεις των νοικοκυριών. Με άλλα λόγια η οικονομική δραστηριότητα δεν πραγματοποιείται σε ένα περιβάλλον πλήρους γνώσης, λόγω του ότι οι επιδιώξεις και οι συνθήκες δραστηριοποίησης των οικονομικών δρώντων μεταβάλλονται συνεχώς. Έτσι διαφορετικές αποφάσεις σήμερα, δημιουργούν διαφορετικές μελλοντικές καταστάσεις και δεν τίθεται θέμα ότι οι συμμετέχοντες γνωρίζουν ποια θα είναι η τελική ισορροπία, οπότε δεν τίθεται και θέμα ότι την επιδιώκουν, καθώς επίσης και ότι ξέρουν ότι και οι άλλοι επιθυμούν το ίδιο.

Σύμφωνα με τον Hayek (1945): «Ο ιδιαίτερος χαρακτήρας των προβλημάτων της ορθολογικής οικονομικής τάξης καθορίζεται ακριβώς από το γεγονός ότι η γνώση των περιστάσεων τις οποίες θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε δεν υπάρχει σε συμπυκνωμένη ή ολοκληρωμένη μορφή υπάρχουν μόνο διασκορπισμένα τμήματα ελλιπούς και, συχνά, αντιφατικής γνώσης, που κατέχουν όλα τα μεμονωμένα άτομα. Επομένως, το οικονομικό πρόβλημα της κοινωνίας δεν είναι απλώς πρόβλημα του πώς να κατανείμουμε «δεδομένους πόρους»... είναι πρόβλημα χρήσης μιας γνώσης που δεν είναι κτήμα κανενός, στην ολότητα της. (σελ. 519-520)»

Επίσης αργότερα η Edith Penrose παρατήρησε ότι η διοικητική ικανότητα των επιχειρήσεων είναι μία εισροή η οποία κατανέμεται άνισα μεταξύ τους. Κατά την Penrose ο ορθολογισμός περιλαμβάνει την ασυνείδητη και μη μεταδόσιμη γνώση. Με αυτό τον τρόπο υπογράμμισε τη σημασία της γνώσης, σημειώνοντας ότι οι πιο σημαντικές υπηρεσίες προέρχονται από τα έμπειρα διοικητικά στελέχη (δηλαδή το ζητούμενο και σημαντικό είναι οι υπηρεσίες που μπορούν να προσφέρουν οι πόροι. Έτσι με αυτό τον τρόπο οι επιχειρήσεις δεν ορίζονται από δεδομένα προϊόντα, αλλά από το απόθεμα συντελεστών που είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν με πολλαπλούς τρόπους). Με την λέξη εμπειρία εισήγαγε μία διάκριση μεταξύ της επιστημονικής γνώσης που είναι αντικειμενική και μεταδόσιμη και της γνώσης που αποκτάται μέσα στην επιχείρηση κάτω

από συγκεκριμένα πλαίσια με μία λιγότερο ή περισσότερο ασυνείδητη διαδικασία μέσα στο χρόνο. Έτσι αντίθετα με την επιστημονική γνώση που είναι ανεξάρτητη από οποιοδήποτε συγκεκριμένο άτομο ή ομάδα και μπορεί να μεταδοθεί σε όλους με ίσους όρους η εμπειρία, είναι σιωπηρή (tacit), κοινωνικά σύνθετη (social complex) και εξειδικευμένη. Είναι μία γνώση που δημιουργείται μέσα στην επιχείρηση και δεν υπάρχει εκ των προτέρων στην αγορά, καθώς οι άνθρωποι όταν δουλεύουν στα πλαίσια μίας επιχείρησης ή ομάδας εξειδικεύονται μεταξύ τους, δημιουργώντας μία συνοχή που δημιουργείται από τη συνεχή αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση. Έτσι αποκτούν ικανότητες που έχουν να κάνουν με τη γνώση των συνεργατών τους, των μεθόδων της επιχείρησης και τον καλύτερο τρόπο να ενεργούν στο συγκεκριμένο σύνολο συνθηκών στο οποίο εργάζονται. Με αυτό τον τρόπο γίνονται πιο πολύτιμοι σαν ομάδα για την ίδια την επιχείρηση, καθιστώντας τη χρήση τους έξω από αυτήν περιορισμένη, καθώς το ομαδικό κεφάλαιο που (team capital) δημιουργούν αυξάνει την κλίμακα των υπηρεσιών που μπορούν να προσφέρουν για τη συγκεκριμένη επιχείρηση. Αυτό την καθιστά μη μεταδόσιμη, και εξ ορισμού μη εμπορεύσιμη στην αγορά. Με άλλα λόγια η εμπειρία είναι μία έννοια που αναδεικνύει τον λόγο της ετερογένειας μεταξύ των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα των ατελειών που υπάρχουν στην αγορά συντελεστών. Παράλληλα αναδεικνύει ότι ένας βασικός λόγος ύπαρξης της επιχείρησης είναι η δημιουργία και συντήρηση της γνώσης.

Μια άλλη κριτική συμβατή με τα παραπάνω και που ανοίγει το δρόμο για το συμπεριφορικό οικονομικό μοντέλο προέρχεται από τον Simon, ο οποίος ορίζει τον ορθολογισμό ως εξής: «ο ορθολογισμός ασχολείται με την επιλογή μεταξύ των προτιμώμενων εναλλακτικών συμπεριφορών, σε σχέση με κάποιο αξιακό σύστημα, όπου οι επιπτώσεις των συμπεριφορών μπορούν να αξιολογηθούν».

Ο Simon βάσισε την κριτική του στο γεγονός ότι το κλασικό οικονομικό υπόδειγμα, που ανέπτυξε την έννοια του Homo Economicus, πρεσβεύει την αντίληψη ότι ο άνθρωπος είναι απόλυτα ορθολογικός. Είναι σε θέση να εξασφαλίζει τέλεια (πλήρη) πληροφόρηση, να διαθέτει επακριβές σύστημα προτιμήσεων και να λαμβάνει αποφάσεις σε σταθερό περιβάλλον. Απεναντίας, το behavioral model, που αναπτύχθηκε από τον Simon και εισήγαγε την έννοια του Homo Administrativus, τάσσεται υπέρ του ότι ο άνθρωπος δεν είναι τελικά – απλά τείνει να είναι – ορθολογικό ον. Διαθέτει ατελή (ανεπαρκή) πληροφόρηση, συγκεκριμένο και όχι επακριβές σύστημα προτιμήσεων και λαμβάνει αποφάσεις σε ταχέως μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, ο βαθμός

δυνατότητας διανοητικής επεξεργασίας πληροφοριών του ανθρώπινου εγκεφάλου είναι χαμηλότερος από το βαθμό πολυπλοκότητας της εμπειρικής πραγματικότητας. Αυτό για το οποίο μπορεί κάλλιστα να γίνει λόγος είναι ο βαθμός ορθολογικότητας (degree of rationality) ενός στελέχους, το οποίο, σε κάθε περίπτωση, δεν μπορεί να χαρακτηριστεί παράλογο (irrational) επειδή δεν λαμβάνει τις σωστές αποφάσεις. Άλλωστε, σύμφωνα και με τον Simon, δεν είναι δυνατό να συλλάβει κάποιος όλες τις εναλλακτικές λύσεις και να αξιολογήσει όλες τις συνέπειες που προέρχονται από αυτές, επομένως δεν μπορεί να λάβει την άριστη απόφαση αλλά απλώς αυτή που είναι ικανοποιητική, σε σχέση βέβαια με τον εκάστοτε στόχο.

Βεβαίως, το γεγονός ότι κάποιο στέλεχος θα λάβει μια ορθολογική απόφαση δεν σημαίνει ότι πάντοτε θα συμβαίνει αυτό. Επειδή ακριβώς το ίδιο στέλεχος σε κάποιες περιπτώσεις θα συμπεριφέρεται ορθολογικά και σε άλλες όχι, ως ορθολογικές μπορούν να χαρακτηριστούν οι αποφάσεις μόνο και όχι τα άτομα που τις λαμβάνουν. Αυτό που τελικά μπορεί να ειπωθεί είναι ότι, προκειμένου να καταστεί μία απόφαση ορθολογική, χρειάζεται να υπάρχει κάποιος στόχος και ο αποφασίζων να είναι σε θέση να καταλήξει σε κάποιες εναλλακτικές λύσεις που δίδουν προοπτικές για επίτευξη αυτού του στόχου.

Αυτό ισχύει είτε η απόφαση λαμβάνεται κατόπιν αναλύσεων και υπολογισμών, είτε λαμβάνεται κάτω από συνθήκες ατελούς πληροφόρησης (imperfect information) ή πλήρους αβεβαιότητας (complete uncertainty). Ακόμη δηλαδή και στην τελευταία περίπτωση η απόφαση μπορεί να είναι ορθολογική. Η ορθότητα μιας διοικητικής απόφασης είναι μια έννοια σχετική. Είναι ορθή και δη ορθολογική όταν επιλέγονται τα προσφορότερα μέσα για την επίτευξη του στόχου που έχει τεθεί (to select appropriate means to reach designated ends, Simon)¹³.

Εξίσου σημαντική είναι και η ψυχολογική παράμετρος της λήψης μιας – ορθολογικής – απόφασης. Στη λήψη αποφάσεων, ο ορθολογισμός και η συναισθηματικότητα (emotionality)¹⁴ δεν είναι αντίθετες όψεις (Toda 1980). Απεναντίας, είναι απολύτως ορθολογικό να επιδιώκει κάποιος να ικανοποιήσει έναν συναισθηματικό στόχο. Αυτό που θα συνιστούσε μη – ορθολογική συμπεριφορά, θα ήταν η ικανοποίηση μιας στιγμιαίας συναισθηματικής επιθυμίας τη στιγμή που όλα τα στοιχεία θα έδειχναν ότι μακροχρόνια αυτό δεν θα άξιζε τον κόπο.

¹³ Simon H., (1997) Administrative Behavior, 4th Edition,

¹⁴ Toda M., (1980) «Emotion and Decision Making», Acta Psychologica, 45.

Από την άλλη πλευρά, μη – ορθολογική είναι η συμπεριφορά που δεν τελεί σε συμφωνία με εκτιμήσεις, αναφορικά με το κόστος, το όφελος και τις πιθανότητες. Μπορεί να πηγάζει από:

- i) δεσμεύσεις σε δόγματα ή θεωρίες που δεν προσιδιάζουν στη συγκεκριμένη περίπτωση ή αποκλείουν τη ροή απαραίτητων πληροφοριών,
- ii) εκπαίδευση και εμπειρίες που αποκλείουν τη συνολική θεώρηση των καταστάσεων και
- iii) περιορισμένη ή διαστρεβλωμένη αντίληψη που οφείλεται σε γραφειοκρατική στενότητα σκέψεως¹⁵ (Snyder 1960).

Η έλλειψη ορθολογικότητας αποδίδεται πολύ συχνά και στο σύστημα των πεποιθήσεων του αποφασίζοντος. Όταν αυτές είναι μη λογικές, ασυνεπείς, αντιφατικές, εν μέρει ή εν όλω αναληθείς, ανόητες, ή πάσχουν από ελάττωμα στον τρόπο με τον οποίο έχουν διαμορφωθεί, τότε η απόφαση στην οποία το στέλεχος θα οδηγηθεί θα είναι μη – ορθολογική¹⁶.

Είναι απαραίτητο στο σημείο αυτό να προβούμε σε ένα διαχωρισμό ανάμεσα σε μη – ορθολογική (non – rational) και παράλογη (irrational) συμπεριφορά. Η τελευταία πηγάζει συνήθως από πνευματικές διαταραχές. Η πρώτη λαμβάνει χώρα όταν ο αποφασίζων δεν χρησιμοποιεί τα μέσα που διαθέτει για να επιτύχει κάποιο στόχο ή δεν είναι προσεκτικός όσον αφορά τις συνέπειες των ενεργειών του.

Συμπερασματικά, ξεκινώντας από την ανθρώπινη φύση, τα άτομα είναι σκεπτόμενοι και λογικοί οργανισμοί. Δεν μπορούμε όμως άκριτα να χαρακτηρίσουμε ένα άτομο ορθολογικό ή μη ανάλογα με βαθμό του συναισθηματισμού που εμφανίζει στις αποφάσεις του (Martin 1993). Τελικά, η ύπαρξη κάποιου σκοπού ή στόχου και κάποιων λογικών ενεργειών προς την επίτευξή του είναι τα πιο ασφαλή κριτήρια διαχωρισμού ανάμεσα σε μη – ορθολογική (non – rational) και ορθολογική (rational) συμπεριφορά.

Συνοψίζοντας τις κύριες κριτικές του νεοκλασικού υποδείγματος μπορούμε να διακρίνουμε τρία σημεία:

- i) Πρώτον ο ορθολογισμός μπορεί τελικά να είναι στην καλύτερη περίπτωση απλά «υποκειμενικός». Τα άτομα είναι δέσνια των γνωστικών τους περιορισμών (cognitive limitations). Από τη στιγμή που η μεγιστοποιητική συμπεριφορά

¹⁵ Snyder G., (1960) «Deterrence and Power», Journal of Conflict Resolution.

¹⁶ Harrison F., ibid,

προϋποθέτει την ικανότητα κατανόησης όλων των μεταβλητών και εναλλακτικών κάθε περίπτωσης, οι περιορισμοί αυτοί αποκλείουν την εφαρμογή του μεγιστοποιητικού κριτηρίου.

ii) Δεύτερον η κλασική οικονομική θεωρία αντιμετωπίζει τις οργανώσεις ως κλειστά συστήματα αποφάσεων. Δε λαμβάνεται υπόψη, η επίδραση του περιβάλλοντος η οποία είναι ιδιαίτερα σημαντική στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Έτσι η μεγιστοποιητική συμπεριφορά καταλήγει να συνιστά περισσότερο ένα θεωρητικό μοντέλο, παρά ένα μοντέλο που μπορεί πράγματι να εφαρμοστεί.

iii) Τρίτον το άτομο μπορεί να εστιάσει την προσοχή του μόνο σε ένα περιορισμένο αριθμό πραγμάτων σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Ο βασικός λόγος για τον οποίο ο ορισμός της κατάστασης από μέρους του ατόμου διαφέρει σημαντικά από την αντικειμενική πορεία των πραγμάτων είναι ότι η τελευταία είναι τόσο πολύπλοκη, ώστε καθίσταται δύσκολο να συλληφθεί με κάθε λεπτομέρεια

Συμπερασματικά, μπορεί να λεχθεί ότι οι υποθέσεις που υπογραμμίζουν την ανάγκη μεγιστοποιητικής συμπεριφοράς βασίζονται σε λανθασμένες βάσεις και δεν μπορούν να τύχουν υποστηρίξεως. Οι στόχοι δεν είναι πάντοτε σταθεροί και μόνιμοι. Το σύνολο των εναλλακτικών που αναζητούνται είναι πάντοτε ατελές, διότι είναι αδύνατη η ύπαρξη τέλει πληροφόρησης. Επιπλέον, οι περιορισμοί της ανθρώπινης σκέψης αποκλείουν μεγάλο αριθμό εναλλακτικών. Πολλές από τις μεταβλητές που πρέπει να συνυπολογιστούν σε κάθε προσπάθεια μεγιστοποίησης δεν είναι ποσοτικά αποτιμητές. Επομένως, μία ακριβής ιεραρχική κατάταξη των στόχων ή των εναλλακτικών επιλογών της οργάνωσης, ώστε να μεγιστοποιηθεί το αποτέλεσμα είναι μάλλον απίθανη στην πράξη.

2.3. Η χρηματοπιστωτική αγορά και η μη ορθολογική συμπεριφορά του επενδυτή μια σύντομη ανάλυση.

Ίσως η πιο σημαντική ένδειξη για την αναποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Σε μια κανονική αγορά, όταν οι τιμές αυξάνονται, οι καταναλωτές για ένα διάστημα συνεχίζουν να ακολουθούν. Τότε οι τιμές συνεχίζουν να ανεβαίνουν. Όμως, μετά έναν ορισμένο χρόνο, οι ίδιοι αυτοί καταναλωτές αντιδρούν περιορίζοντας τις αγορές τους, πράγμα που φέρνει υποχώρηση των τιμών. Εξαρτάται η ζήτηση από παράγοντες εξωγενείς ως προς την προσφορά: την επιθυμία, την ανάγκη, τη χρησιμότητα - αλλά και τον κορεσμό από αγαθά, ο οποίος τελικά περιορίζει την κατανάλωση. Πρόκειται για την κλασική θεωρία προσφοράς και ζήτησης, που τις

θέλει ανεξάρτητες τη μία από την άλλη. Στον χώρο του αυτοκινήτου, για παράδειγμα, η προσφορά των αυτοκινητοβιομηχανιών και η ζήτηση των αγοραστών δεν εξαρτώνται από τους ίδιους παράγοντες. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι τιμές μπορούν να εξασφαλίζουν την προσαρμογή: αν η ζήτηση είναι υπερβολικά ισχυρή, η τιμή αυξάνεται, και η αύξηση αυτή οδηγεί σε μείωση της ζήτησης και αύξηση της προσφοράς. Το αντίστροφο συμβαίνει, άμα η τιμή είναι χαμηλή.

Δεν συμβαίνει, όμως, το ίδιο και στον κόσμο των χρηματοπιστωτικών στοιχείων ενεργητικού, ούτε σε εκείνον του πιστωτικού συστήματος.

Και αυτό γιατί τα χρηματοπιστωτικά στοιχεία ενεργητικού, αποτελούν στοιχεία προσδιορισμού της αξίας του πλούτου. Όταν, λοιπόν, οι τιμές τους ανεβαίνουν, η ζήτηση αυξάνεται. Κατά τρόπο παράδοξο, αυτή η δημιουργία αξίας δημιουργεί συνολικά και ζήτηση. Δεν υπάρχει κορεσμός από τον αφηρημένο πλουτισμό, τον πλουτισμό κατά καθαρή αξία. Οι άνθρωποι τον φαντάζονται και τον θέλουν απεριόριστο. Στην κυρίως καπιταλιστική λογική, η τιμή των στοιχείων ενεργητικού αποτελεί συνάρτηση των προσδοκιών που δημιουργούνται για περαιτέρω αύξηση τους - οπότε, όμως, συνεχίζουν να προσελκύουν όλο και περισσότερους αγοραστές.

Από τη δική τους πλευρά, οι χορηγούμενες πιστώσεις συνδέονται άμεσα με την αγορά των στοιχείων ενεργητικού. Αν αυτή η τελευταία λειτουργούσε με βάση μόνο την εκάστοτε διαθέσιμη αποταμίευση, θα έφερε μέσα της το όριο της. Προκειμένου να αποκτήσουν στοιχεία ενεργητικού, οι αγοραστές χρειαζόταν να διαθέσουν την αποταμίευση τους: έρχεται όμως μια στιγμή που οι τιμές φθάνουν να είναι υπερβολικά υψηλές για τις δυνατότητες των αποταμιευτών, πράγμα που κανονικά θα οδηγούσε σε περιορισμό της ζήτησης τους, συνεπώς σε πτώση των τιμών των στοιχείων ενεργητικού (όπως ακριβώς συμβαίνει και με τα συνήθη αγαθά). Αυτό όμως δεν συμβαίνει στη χρηματοπιστωτική σφαίρα. Και τούτο, επειδή η απόκτηση των στοιχείων ενεργητικού γίνεται με πίστωση.

Αυτός ακριβώς ο συσχετισμός των χορηγούμενων πιστώσεων με τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού έχει ουσιώδη σημασία. Είναι καίριος για την κατανόηση της πορείας των χρηματοπιστωτικών κύκλων. Εξηγεί τόσο τη φάση εκδήλωσης της κρίσης, όσο και τις φάσεις ευφορίας και ξέφρενου ενθουσιασμού που προηγούνται. Όσο πιο έντονη είναι η πιστοδότηση, τόσο οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού απογειώνονται - αλλά και τόσο περισσότεροι είναι οι αγοραστές που μπαίνουν στον πειρασμό να δανειστούν, καθώς μπορούν να χρησιμοποιήσουν για εγγύηση του δανεισμού τους τα όλο και ακριβότερα

στοιχεία ενεργητικού που διαθέτουν. «Δείτε πόσο πολύ ψηλά είναι η τιμή των στοιχείων ενεργητικού που έχω στα χέρια μου», λέει ο αγοραστής στον δανειστή του, «δώστε μου λοιπόν λίγο περισσότερα δάνεια. Για εγγύηση, σας δίνω ενέχυρο ή υποθήκη επί των στοιχείων ενεργητικού που διαθέτω». Πρόκειται ακριβώς για τη διεργασία που μας οδήγησε στη κρίση στην αγορά ακινήτων, ή πάλι των στοιχείων ενεργητικού που είχαν δημιουργήσει την κρίση μετά τη φούσκα του internet στο γύρισμα του αιώνα.

Καθώς δεν βρισκόμαστε στον κλασικό χώρο της κατανάλωσης αγαθών που αποτελούν αντικείμενο επιθυμίας ή ανάγκης για τη ζωή, η φύση του στοιχείου ενεργητικού για το οποίο κάθε φορά πρόκειται -ακίνητα, μετοχές, χρυσός, δολάρια- δεν έχει και τόση σημασία. Μόνη προϋπόθεση είναι να αποκτά αξία από μόνο του! Η συνδυασμένη διεργασία της αύξησης των πιστώσεων και της ανόδου των τιμών των στοιχείων ενεργητικού λειτουργεί χωρίς όριο. Φαίνεται να μην έχει τέρμα, εκτός κι αν υπαχθεί σε περιορισμούς επιβαλλόμενους από τις ρυθμιστικές αρχές. Σε μια τέτοια χρηματοπιστωτική λογική, η τιμή δεν είναι δυνατόν να λειτουργήσει ως μηχανισμός προσαρμογής, όπως συμβαίνει στην αγορά των συνήθων καταναλωτικών αγαθών, καθώς η τιμή κινείται μόνον προς μία κατεύθυνση - δηλαδή πάντοτε προς τα πάνω, ενόσω ο κύκλος ανάδρασης μεταξύ χορηγούμενων πιστώσεων και προσδοκίας πλουτισμού κατορθώνει να προσελκύει νέους αγοραστές. Δεν μπορεί να υπάρξει τιμή ισορροπίας μεταξύ ζήτησης, και προσφοράς πιστώσεων, όπως συμβαίνει μεταξύ ζήτησης και προσφοράς καταναλωτικών αγαθών.

Πράγματι, η προσφορά και η ζήτηση πιστώσεων δεν είναι ανεξάρτητες: και οι δύο είναι συνάρτηση της αύξησης των τιμών των στοιχείων ενεργητικού. Και οι δύο ωθούνται προς τα πάνω από την αύξηση των τιμών των στοιχείων ενεργητικού, οι οποίες τιμές ακριβώς ανεβαίνουν όσο αυξάνεται η διαθεσιμότητα πιστώσεων: αυτό ακριβώς εξηγεί γιατί μια τέτοια διαδικασία οδηγείται αυτονόητα στα άκρα.

Έτσι αποδεικνύεται ότι η αγορά των στοιχείων ενεργητικού λειτουργεί με βάση νόμους που δεν είναι ίδιοι με εκείνους που ισχύουν για τα συνήθη καταναλωτικά αγαθά - και ότι η αστάθεια αποτελεί εγγενές στοιχείο του χρηματοπιστωτικού καπιταλισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΑΝΘΡΩΠΙΝΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

3.1. Ανασκόπηση της θεωρίας των αποφάσεων

Το μεγαλύτερο μέρος της θεωρίας αποφάσεων είναι κανονιστική, δηλαδή ασχολείται με τον εντοπισμό της καλύτερης απόφασης, υποθέτοντας έναν ιδανικό λήπτη αποφάσεων που είναι πλήρως ενημερωμένος, μπορεί να υπολογίζει με τέλεια ακρίβεια, και είναι πλήρως λογικός. Η πρακτική εφαρμογή αυτής της περιοριστικής προσέγγισης (για το πώς οι άνθρωποι πρέπει να λαμβάνουν αποφάσεις) καλείται ανάλυση αποφάσεων, και στοχεύει στην εξεύρεση εργαλείων, μεθοδολογιών και λογισμικού για να βοηθήσει τους ανθρώπους να λαμβάνουν καλύτερες αποφάσεις.

Επειδή όμως είναι προφανές ότι οι άνθρωποι συνήθως δεν συμπεριφέρονται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο (βέλτιστα), υπάρχει ακόμη ένα σχετικό πεδίο για τη θεωρία αποφάσεων, το οποίο είναι μια θετική ή περιγραφικού τύπου προσέγγιση που επιχειρεί να περιγράψει αυτό που οι άνθρωποι κάνουν πραγματικά. Βέβαια δεδομένου ότι η κανονιστική θεωρία αποφάσεων δημιουργεί συχνά υποθέσεις για δοκιμές σε σχέση με την πραγματική συμπεριφορά, τα δύο πεδία συνδέονται στενά. Επιπλέον, είναι δυνατόν με τη χαλάρωση των υποθέσεων της τέλει πληροφόρησης, του ορθολογισμού και ούτω καθεξής με διάφορους τρόπους, και να παραχθεί μια σειρά από διαφορετικές προβλέψεις σχετικά με την συμπεριφορά, επιτρέποντας παραπέρα έλεγχο του είδους της λήψης αποφάσεων που συμβαίνει στην πράξη.

Η καρδιά της θεωρίας των αποφάσεων είναι η επιλογή κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Η διαδικασία που αναφέρεται τώρα ως προσδοκώμενη αξία (expected value) ήταν γνωστή από τον 17ο αιώνα. Ο Blaise Pascal την επικαλέστηκε στο περίφημο στοίχημα (Pascal's Wager)¹⁷, που δημοσιεύθηκε το 1670.

Την ιδέα της αναμενόμενης αξίας την όρισε ως την κατάσταση που όταν υπάρχει ένας αριθμός εναλλακτικών ενεργειών, η κάθε μια από τις οποίες χαρακτηρίζονται από

¹⁷ Ο διάσημος Γάλλος μαθηματικός, φυσικός, και φιλόσοφος Μπλέζ Πασκάλ (1623-1662) είχε διατυπώσει την άποψη, η οποία έμεινε γνωστή ως "Το Στοίχημα του Πασκάλ", (Pascal's Wager,) ότι το ερώτημα του αν υπάρχει θεός δεν επιδέχεται λογική απάντηση, άρα μόνο ως στοίχημα μπορούμε να το δούμε· όμως στο στοίχημα αυτό, το να πιστεύεις στο θεό αποτελεί σαφώς καλύτερο "ποντάρισμα" από το να μην πιστεύεις.

πιθανότητες, η διαδικασία είναι ο ορισμός όλων των πιθανών αποτελεσμάτων και ο ορισμός των τιμών τους και κατόπιν ο πολλαπλασιασμός των πιθανοτήτων με το κάθε αποτέλεσμα, ώστε να προκύψει η προσδοκώμενη αξία. Το 1738, ο Daniel Bernoulli¹⁸ στο άρθρο του με τίτλο *Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk*, στο οποίο χρησιμοποιεί το «Παράδοξο της Αγίας Πετρούπολης» (St.Petersburg paradox) προσπάθησε να δείξει ότι η προσδοκώμενη αξία της θεωρίας αποφάσεων ίσως είναι λάθος. Επίσης δίνει ένα παράδειγμα στο οποίο ένας Ολλανδός χονδρέμπορος προσπαθεί να αποφασίσει εάν θα ασφαλίσει ένα φορτίο που του αποστέλλεται, δεδομένου ότι γνωρίζει ότι υπάρχει μια πιθανότητα 5% το φορτίο να χαθεί. Στη λύση του, ορίζει μια συνάρτηση χρησιμότητας και υπολογίζει την προσδοκώμενη χρησιμότητα (expected utility) και όχι την προσδοκώμενη οικονομική αξία (expected value). Ωστόσο, χρειάστηκαν περίπου 200 χρόνια για να λήξει αυτή η συζήτηση: Το 1948, οι von Neumann και Morgenstern έδωσαν μια αξιωματική θεμελίωση της θεωρίας προσδοκώμενης χρησιμότητας που ορίζει ακριβώς το κανονιστικό περιεχόμενό της.

Στον 20ο αιώνα, ήταν γενικά παραδεκτό ότι στην οικονομία οι άνθρωποι συμπεριφέρονται ορθολογικά και ως εκ τούτου η θεωρία προσδοκώμενης χρησιμότητας παρείχε επίσης μια θεωρία της ανθρώπινης συμπεριφοράς κατά τη λήψη αποφάσεων σε πραγματικές καταστάσεις κάτω από συνθήκες κίνδυνου. Το έργο των Maurice Allais και Daniel Ellsberg έδειξε ότι αυτό δεν ήταν δυνατό. Η θεωρία προοπτικής των Daniel Kahneman και Amos Tversky τοποθέτησε τα συμπεριφορικά οικονομικά σε μια πιο τεκμηριωμένη βάση.

3.2. Μη Ορθολογικά κριτήρια στη λήψη αποφάσεων – Μεροληπτικές συμπεριφορές – Ευριστικοί κανόνες συμπεριφοράς

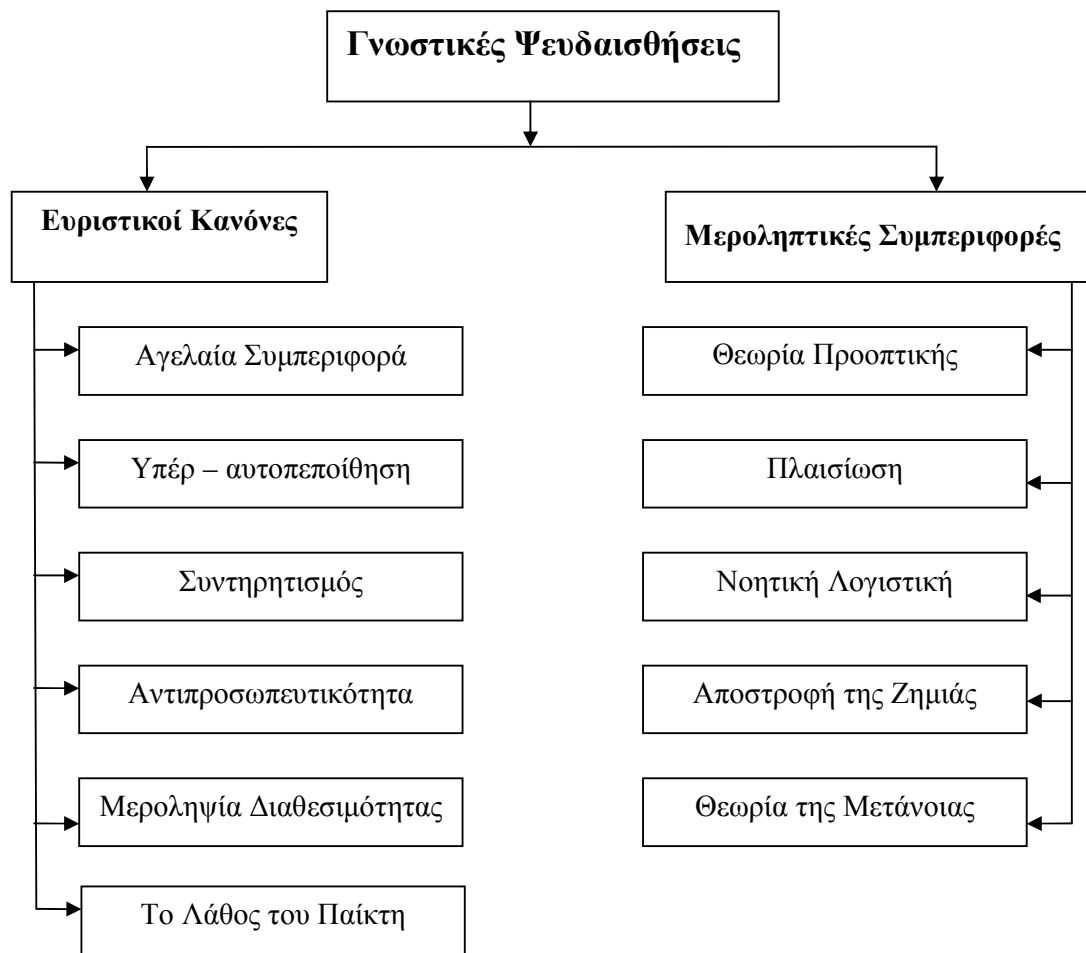
3.2.1. Εισαγωγή

Η Πρόσφατη βιβλιογραφία πάνω στα εμπειρικά χρηματοοικονομικά μελετά τη σχέση που διέπει τις υποκειμενικές αρχές (– κανόνες) συμπεριφοράς. Αυτές οι αρχές προέρχονται κυρίως από την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την ανθρωπολογία.

• ¹⁸ Bernoulli, D. (1954), «Exposition of a New theory of Measurement of Risk», *Econometrica*, vol.22:1, pp. 23-36.

Οι αρχές συμπεριφοράς που έχουν μελετηθεί είναι: η θεωρία προοπτικής (prospect theory), η αντιπροσωπευτικότητα (representativeness), η αγελαία συμπεριφορά (herd behaviour), η υπερβολική εμπιστοσύνη (overconfidence), η αγκυροβόληση (anchoring), η μεροληψία διαθεσιμότητας (Availability Bias) ο κανόνας των συναισθημάτων (affect heuristic), η γνωσιακή ασυνέπεια (cognitive dissonance), η θεωρία της μετάνοιας (regret theory), η νοητική λογιστική (mental accounting), ο μεγαλειώδης εαυτός (grandiosity) η υπό - αντίδραση και η υπέρ - αντίδραση (over- and underreaction), η πλαισίωση (framing), πολιτισμικές διαφοροποιήσεις πάνω στις αδυναμίες της συμπεριφοράς (cultural differences in the behavioural biases).

Αυτό το πλήθος αρχών που μπορούμε να το ονομάσουμε στο σύνολό του ως γνωστικές ψευδαισθήσεις μπορούμε να το κατηγοριοποιήσουμε σε δύο κατηγορίες: πρώτον μία κατηγορία μεροληπτικών συμπεριφορών και δεύτερον μία κατηγορία ευριστικών κανόνων.



Σχήμα: Ταξινόμηση Γνωστικών Ψευδαισθήσεων

3.2.2. Μεροληπτικές Συμπεριφορές (Behavioural Biases)

Η διαπίστωση ότι κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων η επεξεργασία πληροφοριών από τα άτομα μπορεί να είναι σωστή, αλλά τελικά να καταλήγουν να παίρνουν λιγότερο ορθολογικές αποφάσεις με τις εν λόγω πληροφορίες, οδήγησε στο συμπέρασμα ότι οι περισσότερες από τις οικονομικές αποφάσεις επηρεάζονται από τα συναισθήματα και τις ασυνειδήτες ανάγκες των ανθρώπων, τις φαντασιώσεις και τους φόβους. Έτσι, η μεροληψία προκύπτει ως αποτέλεσμα και μπορεί να διαιρεθεί σε πέντε κύριες κατηγορίες: Η πρώτη και βασική είναι η Θεωρία Προοπτικής (prospect theory), από την οποία είτε προέρχονται, είτε πλαισιώνονται και οι υπόλοιπες κατηγορίες που είναι η Πλαισίωση (Framing), η Νοητική λογιστική (Mental Accounting), η Θεωρία της Μετάνοιας (Fear of Regret) και η Αποστροφή της Ζημιάς (Loss Aversion).

3.2.2.1. Θεωρία Προοπτικής (Prospect Theory)

Η Θεωρία Προοπτικής^{19, 20} (Kahneman και Tversky, 1979 και Tversky και Kahneman, 1992) κατά πάσα πιθανότητα έχει το μεγαλύτερο αντίκτυπο από οποιαδήποτε άλλη συμπεριφορική θεωρία που σχετίζεται με την οικονομική έρευνα. Σήμερα έχει σημαντική επιρροή, παρά το γεγονός ότι εξακολουθεί να αντιμετωπίζεται από μεγάλο μέρος των οικονομολόγων ως ένα βαθμό πολύ μικρότερης σημασίας από τη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας (expected utility theory).

Η Θεωρία Προοπτικής είναι μια μαθηματικά διαμορφωμένη εναλλακτική λύση προς τη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας. Περιγράφει τις αποφάσεις μεταξύ των εναλλακτικών λύσεων που ενέχουν κινδύνους, όπου είναι γνωστές οι πιθανότητες των αποτελεσμάτων. Η θεωρία λέει ότι οι άνθρωποι παίρνουν αποφάσεις με βάση την πιθανή αξία των ζημιών και κερδών παρά την τελική έκβαση, και ότι οι άνθρωποι αξιολογούν αυτές τις απώλειες και τα κέρδη χρησιμοποιώντας ευριστικούς κανόνες. Το μοντέλο είναι περιγραφικό, δηλαδή προσπαθεί να διαμορφώσει πραγματικές επιλογές, παρά βέλτιστες αποφάσεις.

19 Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), «Prospect theory: an analysis of decision under risk», *Econometrica*, vol.47:2, pp.263-292.

20 Tversky, A. and Kahneman, D. (1991) «Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty», *Journal of Risk and Uncertainty*, 5: 297-323

Η κύρια ιδέα της θεωρίας της προοπτικής είναι η αποδοχή της υπόθεσης ότι τα άτομα δεν συμπεριφέρονται πάντα ορθολογικά. Η θεωρία αυτή αποδέχεται ότι υπάρχουν συστηματικά λάθη που κινητοποιούνται από ψυχολογικούς παράγοντες και επηρεάζουν τις επιλογές των ατόμων υπό συνθήκες αβεβαιότητας.

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία τα άτομα τείνουν να σκέφτονται με γνώμονα τα κέρδη και τις ζημιές αντί μιας προσωπικής κατάστασης πλούτου. Για παράδειγμα, αν υπάρχουν δύο άνθρωποι, ένας από αυτούς μαθαίνει ότι ο πλούτος του έχει περάσει από ένα εκατομμύριο δολάρια σε 1,3 εκατομμύρια δολάρια, ενώ ο άλλος μαθαίνει ότι ο πλούτος του μειώθηκε από 5 εκατομμύρια δολάρια σε 4,5 εκατ. ευρώ. Οι περισσότεροι άνθρωποι θα πουν ότι ο πρώτος τύπος είναι πιο ευτυχισμένος. Ωστόσο, αν το δούμε από την άποψη της χρηματοοικονομικής, ο δεύτερος τύπος θα πρέπει να είναι σε καλύτερη θέση. Η θεωρία προοπτικής εξηγεί ότι οι άνθρωποι επικεντρώνονται μόνο στα αποτελέσματα των αποφάσεών τους. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τον Bernoulli²¹ και την «θεωρία της αναμενόμενης ωφέλειας» που κοιτάζει μόνο τη χρησιμότητα του πλούτου.

Επίσης θεωρεί τις προτιμήσεις ως μία συνάρτηση «βαρών απόφασης» και υποθέτει ότι αυτά τα «βάρη» δεν ταιριάζουν πάντα με τις πιθανότητες. Στην θεωρία προοπτικής η αξία κάθε αποτελέσματος πολλαπλασιάζεται με μία βαρύτητα απόφασης (decision weight) η οποία συνάγεται από επιλογές μεταξύ προοπτικών, δεν είναι όμως μία πιθανότητα και δεν ακολουθεί τις αρχές της θεωρίας πιθανοτήτων. Ειδικότερα, η θεωρία της προοπτικής προτείνει ότι τα βάρη απόφασης τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε μικρές πιθανότητες και μικρότερη σε υψηλές πιθανότητες (Ricciardi & Simon, 2000).

Οι Kahneman και Tversky²² (1979), έδειξαν ότι τα άτομα δίνουν μεγαλύτερη στάθμιση σε ενδεχόμενα τα οποία θεωρούν βέβαια, παρά σε ενδεχόμενα που τα θεωρούν απλά πιθανά – επίδραση βεβαιότητας (Certainty effect)²³. Βασιζόμενοι σε πειράματα πρότειναν μία

21 Bernoulli, D. (1954), «Exposition of a New theory of Measurement of Risk», *Econometrica*, vol.22:1, pp. 23-36.

22 Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), «Prospect theory: an analysis of decision under risk», *Econometrica*, vol.47:2, pp.263-292.

23 Παράδειγμα: Έστω ότι σε έναν επενδυτή παρουσιάζοταν το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο από δύο διαφορετικούς οικονομικούς συμβούλους.

Ο ένας λέει στον επενδυτή ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο είχε μέση απόδοση 7% τα προηγούμενα πέντε χρόνια, ενώ ο άλλος λέει ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει υπερ – αποδόσεις τα τελευταία 10 χρόνια αλλά παρουσιάζει μια μείωση πρόσφατα.

συνάρτηση αξίας προσδιορισμένη από τα κέρδη και τις ζημίες σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς και όχι σε σχέση με ένα απόλυτο επίπεδο ευημερίας και έτσι θεμελιώσαν την θεωρία της προοπτικής (Prospect theory).

Γενικά υπάρχουν τρεις θεμελιώδεις διαφορές μεταξύ των θεωριών αναμενόμενης χρησιμότητας και της θεωρίας προοπτικής.

Πρώτον, σύμφωνα με τη θεωρία προοπτικής οι άνθρωποι, καθώς αξιολογούν τυχερά παιχνίδια που ενέχουν κίνδυνο, φαίνεται, να μην επικεντρώνονται στο τελικό επίπεδο του πλούτου τους που μπορούν να επιτύχουν, αλλά σκέφτονται με γνώμονα τα κέρδη και τις ζημίες που προέρχονται από τα τυχερά παιχνίδια. Οι βασικές αρχές της αντίληψης και της κρίσης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι τα άτομα αντιλαμβάνονται καλύτερα κατά την αξιολόγηση μεταβολές ή διαφορές παρά απόλυτα μεγέθη.

Δεύτερον, κέρδη και ζημίες αξιολογούνται σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς. Για παράδειγμα το ίδιο επίπεδο πλούτου μπορεί να συνεπάγεται μεγάλη φτώχεια για κάποιον και μεγάλο πλούτο για κάποιον άλλο, ανάλογα με την οικονομική τους κατάσταση.

Τρίτον, οι αξίες υπολογίζονται με βάση τις αλλαγές των καταστάσεων και όχι με τις τελικές καταστάσεις, έτσι τα βάρη απόφασης (decision weights) δεν συμπίπτουν με τις δεδομένες μαθηματικές πιθανότητες. Με άλλα λόγια οι πιθανότητες αντικαθίστανται από μία βαρύτητα απόφασης. Και τελικά, οι αποφάσεις λαμβάνονται βάση της αξίας των κερδών ή των ζημιών και όχι βάση της αναμενόμενης χρησιμότητας.

Η θεωρία της προοπτικής διαχωρίζει δύο στάδια στην εξέταση μίας προοπτικής: τη φάση της επεξεργασίας (editing) και τη φάση της αξιολόγησης (evaluation). Η φάση της επεξεργασίας αποτελεί μία προκαταρκτική ανάλυση των προσφερόμενων προοπτικών συνήθως με τη χρήση ευριστικών κανόνων, που συχνά οδηγεί σε απλοποίησή τους, ενώ στη φάση της αξιολόγησης αξιολογούνται οι επεξεργασμένες προοπτικές όπου και επιλέγεται η προοπτική με τη μεγαλύτερη αξία. Στη φάση της επεξεργασίας υπάρχουν κάποιες βασικές αρχές που διέπουν τη λειτουργία του πρώτου αυτού σταδίου. Αυτές είναι: η κωδικοποίηση (coding), ο συνδυασμός (combination), ο διαχωρισμός (segregation) και η ακύρωση (cancellation).

Σύμφωνα με την θεωρία προοπτικής, αν και παρουσιάστηκε στον επενδυτή το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, αυτός είναι πιθανότερο να επιλέξει το αμοιβαίο κεφάλαιο από τον πρώτο σύμβουλο, που παρουσίασε την απόδοση ως κέρδος 7%, παρά από τον δεύτερο σύμβουλο που παρουσίασε ένα συνδυασμό υψηλών αποδόσεων και ζημιών.

3.2.2.2. Πλαισίωση (Framing)

Ο όρος εξάρτηση από το πλαίσιο (frame dependence) σημαίνει ότι η πλαισίωση του προβλήματος που καλείται το άτομο να αντιμετωπίσει, διαμορφώνει κατά κάποιο τρόπο την αντίληψη του ατόμου με συνέπεια να επιδρά στη συμπεριφορά του. Δηλαδή ο τρόπος που παρουσιάζεται ένα πρόβλημα επηρεάζει τις πιθανές δράσεις οπότε επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την απόφαση του ατόμου. Γενικά υπάρχουν αρκετά στοιχεία που δείχνουν ότι οι αποκλίσεις στη διαμόρφωση των επιλογών (variations in the framing of options), όσον αφορά τα κέρδη ή τις ζημιές, οδηγούν συστηματικά σε διαφορετικές προτιμήσεις (different preferences).

Υπάρχει ένα πείραμα (Tversky and Kahneman 1982) που έδειξε συστηματικές ανατροπές στις προτιμήσεις των ατόμων όταν το ίδιο πρόβλημα παρουσιάστηκε με διαφορετικό τρόπο.

Οι συμμετέχοντες κλήθηκαν να φανταστούν ότι οι ΗΠΑ προετοιμάζονται για το ξέσπασμα μιας ασυνήθιστης ασθένειας προερχόμενης από την Ασία, η οποία αναμένεται να επηρεάσει 600 άτομα. Τους προτάθηκαν δύο εναλλακτικά προγράμματα για την καταπολέμηση της νόσου. Έστω ότι οι ακριβείς επιστημονικές εκτιμήσεις των συνεπειών των προγραμμάτων έχουν ως εξής. Στην πρώτη ομάδα των συμμετεχόντων παρουσιάστηκε μια επιλογή μεταξύ των προγραμμάτων:

Πρόγραμμα Α: 200 άνθρωποι θα σωθούν.

Πρόγραμμα Β: Υπάρχει μια πιθανότητα $1/3$ ότι 600 άνθρωποι θα σωθούν και μια πιθανότητα $2/3$ ότι 600 άνθρωποι θα πεθάνουν.

Το 72% των συμμετεχόντων προτίμησε το πρόγραμμα Α και το 28% το πρόγραμμα Β.

Στη δεύτερη ομάδα των συμμετεχόντων παρουσιάστηκε το ίδιο πρόβλημα με διαφορετική πλαισίωση – διατύπωση.

Πρόγραμμα Γ: 400 άνθρωποι θα πεθάνουν.

Πρόγραμμα Δ: Υπάρχει μια πιθανότητα $1/3$ ότι κανένας άνθρωπος δεν θα πεθάνει και μία πιθανότητα $2/3$ ότι και 600 άνθρωποι θα πεθάνουν.

Σε αυτή την περίπτωση το 78% των συμμετεχόντων προτίμησε το πρόγραμμα Δ και το 22% το πρόγραμμα Γ. Τα προγράμματα Α και Γ είναι πανομοιότυπα, όπως και τα

προγράμματα Β και Δ. Η αλλαγή στο πλαίσιο αποφάσεων μεταξύ των δύο ομάδων συμμετεχόντων οδήγησε σε διαφορετικές προτιμήσεις: όταν τα προγράμματα παρουσιάστηκαν από την άποψη των ανθρώπινων ζώων που σώζονται οι συμμετέχοντες προτίμησαν την ασφαλή επιλογή, Α (= Γ). Όταν τα προγράμματα παρουσιάστηκαν από την άποψη των αναμενόμενων θανάτων, οι συμμετέχοντες επέλεξαν το ρίσκο Δ (= Β).

3.2.2.3. Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Η Νοητική Λογιστική περιγράφει την τάση των ανθρώπων να τοποθετούν συγκεκριμένα γεγονότα σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς που δημιουργούνται με βάση συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (βασίζονται σε επιφανειακές ιδιότητες). Για παράδειγμα, μερικοί άνθρωποι έχουν μια παράλογη προτίμηση προς τις μετοχές με υψηλά μερίσματα σε μετρητά, ενώ παραμελούν τις αποδόσεις τους. Αυτό είναι μία παράλογη συμπεριφορά και προκαλεί τεράστια λάθη στις προβλέψεις. Ένα άλλο παράδειγμα είναι το περίφημο «φαινόμενο Ιανουαρίου», είναι το παρατηρούμενο φαινόμενο ότι από το 1925, οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν πολύ καλύτερες επιδόσεις από την ευρύτερη αγορά κατά το μήνα Ιανουάριο σε σχέση με τους άλλους μήνες του χρόνου, με το μεγαλύτερο μέρος της διαφοράς να λαμβάνει χώρα πριν από τα μέσα του μήνα.

Γενικά, ο όρος νοητική λογιστική αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να διαχωρίζουν το διαθέσιμο εισόδημά τους σε διαφορετικούς (νοητικούς) λογαριασμούς βάσει δικών τους, υποκειμενικών κριτηρίων, όπως η πηγή προέλευσής του ή τον σκοπό για τον οποίο θα χρησιμοποιηθεί. Ουσιαστικά, είναι η διαδικασία απόδοσης ιδιοτήτων σε κάθε ομάδα περιουσιακών στοιχείων που συχνά έχει ως αποτέλεσμα παράλογες ή επιβλαβείς επιλογές και στη γενικότερη καταναλωτική ή επενδυτική τους συμπεριφορά.

Στο άρθρο του «Mental Accounting and Consumer Choice», ο Thaler (1985) αναφέρει μερικά ενδεικτικά παραδείγματα νοητικής λογιστικής ένα από τα οποία αναφέρετε παρακάτω:

«Ο κύριος και η κυρία Λ πήγαν διακοπές για ψάρεμα και έπιασαν ένα σολομό. Στο γυρισμό έδωσαν τα ψάρια σε μια αεροπορική εταιρία για ειδική μεταφορά αλλά τα ψάρια χάθηκαν. Η αεροπορική εταιρία τους κατέβαλε αποζημίωση 300\$. Τα δύο ζευγάρια πήραν τα χρήματα και βγήκαν για δείπνο ξοδεύοντας 225\$. Πότε στο παρελθόν δεν είχαν ξοδέψει ανάλογο ποσό για φαγητό σε εστιατόριο»

Η παραβίαση των αρχών της οικονομικής θεωρίας:

Το χρήμα δεν πρέπει να έχει ετικέτες: Τα ζευγάρια έκαναν κάτι που δεν είχαν ξανακάνει, δαπάνησαν υπερβολικά χρήματα για φαγητό. Τα 300\$ που πήραν ως αποζημίωση τοποθετήθηκαν στο νοητικό λογαριασμό «φαγητό» (ίσως επειδή η αποζημίωση προήλθε από κάτι φαγώσιμο) και στα «έκτακτα κέρδη». Υποθετικά, αν κάθε ζευγάρι αύξησε 150\$ στους μισθούς του, πιθανότητα αυτή η αύξηση να μην είχε δαπανηθεί για φαγητό σε εστιατόριο.

3.2.2.4. Αποστροφή της Ζημιάς (Loss Aversion)

Η αποστροφή της ζημιάς είναι μια σημαντική ψυχολογική έννοια η οποία λαμβάνει ολοένα και μεγαλύτερη προσοχή στην οικονομική ανάλυση. Ο επενδυτής αναζητά τον κίνδυνο όταν έρχεται αντιμέτωπος με την προοπτική ζημιών, αλλά αποφεύγει το ρίσκο όταν βρίσκεται αντιμέτωπος με προοπτικές κερδών. Αυτό το φαινόμενο ονομάζεται αποστροφή της ζημιάς. Αυτό συμβαίνει γιατί, σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει έχει δείχτει ότι οι απώλειες σταθμίζονται σχεδόν διπλάσια από τα κέρδη. Η μυωπική αποστροφή στη ζημιά είναι ένας συνδυασμός μεγαλύτερης ευαισθησίας στις απώλειες παρά στα κέρδη, καθώς επίσης και μιας τάσης μη συχνής αποτίμησης των επενδυτικών αποτελεσμάτων.

3.2.2.5. Θεωρία της Μετάνοιας (Fear of Regret)

Η θεωρία της μετάνοιας αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να αποφεύγουν δράσεις που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν δυσφορία. Η γενική παραδοχή στη θεωρία της μετάνοιας είναι ότι οι άνθρωποι είναι απρόθυμοι να χάσουν. Και αυτό γιατί η αναγνώριση της ζημιάς όταν αυτή πραγματοποιείται ισοδυναμεί με την αναγνώριση λανθασμένης επιλογής. Αυτό εξηγεί γιατί οι επενδυτές αναβάλουν ή αποφεύγουν την πώληση μιας μετοχής όταν η αγορά της έχει γίνει σε υψηλότερη τιμή. Ο επενδυτής συμπεριφέρεται έτσι με σκοπό να αποφύγει το στρες που συνδέεται με μία λάθος επιλογή (ο επενδυτής κρατάει τις «χαμένες θέσεις» και ελπίζει για ανάκαμψη).

3.2.3. Ευριστικοί Κανόνες (Heuristic Rules)

Η ευρετική διαδικασία λήψης αποφάσεων είναι η διαδικασία με την οποία οι επενδυτές κατόπιν εμπειριών και δοκιμών αναπτύσσουν και χρησιμοποιούν εμπειροτεχνικές μεθόδους (rules of thumb). Αυτές οι διαδικασίες λήψης αποφάσεων είναι εκείνες με τις οποίες οι άνθρωποι προσπαθούν να κάνουν νοητικές «συντομεύσεις». Αυτές οι

συντομεύσεις είναι ζωτικής σημασίας για την επιβίωση του ανθρώπινου γένους, ιδιαίτερα χρήσιμες όταν για τη λήψη μιας απόφασης ο χρόνος είναι περιορισμένος. Οι πρακτικές αυτές όμως μπορούν να οδηγήσουν σε φτωχότερα αποτελέσματα. Έτσι, παρότι οι ευριστικοί κανόνες απαιτούν μικρό υπολογιστικό κόστος και χρόνο αντίδρασης σε ένα πρόβλημα, δεν προσφέρουν πάντα τις καλύτερες λύσεις.

3.2.3.1. Αγελαία Συμπεριφορά (Herd Behaviour)

Έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι που επικοινωνούν συχνά ο ένας με τον άλλο σκέφτονται με παρόμοιο τρόπο. Ως εκ τούτου, είναι πιθανό να αντιδράσουν με τον ίδιο τρόπο, όταν αντιμετωπίσουν το ίδιο πρόβλημα. Επίσης όταν οι άνθρωποι έρχονται αντιμέτωποι με την απόφαση μιας μεγάλης ομάδας ανθρώπων, τότε τείνουν να αλλάζουν τις απαντήσεις τους και να εναρμονίζονται με τις αποφάσεις της ομάδας. Η συμπεριφορά αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι πιστεύουν ότι όλοι οι άλλοι άνθρωποι δεν θα μπορούσε να είναι λάθος. Επιπλέον, οι άνθρωποι τείνουν να μην σπαταλούν το χρόνο και την προσπάθειά τους στην άσκηση της κρίσης τους, επομένως, δεν ασκούν καμία ανεξάρτητη ανάλυση των επιπτώσεων στην αγορά. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αγελαία συμπεριφορά με αποτέλεσμα οι χρηματιστηριακές τιμές να πηγαίνουν εκεί που εκτιμούν οι πολλοί παρά οι ειδικοί. «Υπάρχει ένα σημείο το οποίο αξίζει ιδιαίτερη προσοχή. Μπορεί κάποιος να υποθέσει ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ ειδικευμένων επαγγελματιών, οι οποίοι έχουν κρίση και γνώση πάνω από αυτή του μέσου επενδυτή, θα διόρθωνε τις ιδιοτροπίες του ανθρώπου που διακατέχεται από άγνοια. Η αλήθεια όμως είναι ότι οι ενέργειες και οι ικανότητες των επαγγελματιών επενδυτών και κερδοσκόπων έχουν στραφεί αλλού. Οι περισσότεροι από αυτούς δεν κάνουν καλύτερες μακροχρόνιες προβλέψεις για την απόδοση μιας επένδυσης κατά τη διάρκεια της, αλλά προσπαθούν να προβλέψουν τις αλλαγές στην κοινή γνώμη λίγο ενωρίτερα από όλους τους άλλους. Ασχολούνται, όχι με το τι πραγματικά αξίζει μια επένδυση για κάποιον ο οποίος την αγοράζει για μακροχρόνια παρακράτηση, αλλά με το πώς θα την εκτιμήσει η αγορά υπό την επήρεια μαζικής ψυχολογίας, τρεις μήνες ή ένα χρόνο αργότερα. Γιατί είναι παράλογο να πληρώσει κάποιος 25 για μια επένδυση, από την οποία αναμένει να πάρει αργότερα 30, εάν μάλιστα πιστεύει ότι η αγορά θα την εκτιμήσει 20, τρεις μήνες αργότερα.» (Keynes, Γενική Θεωρία, Κεφάλαιο 12, Μέρος IV).

3.2.3.2. Υπέρ – αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν για τις δυνατότητες, τα ταλέντα και τις γνώσεις τους και ιδιαίτερα σε τομείς που θεωρούν τους εαυτούς τους ειδικούς. Ωστόσο, σύμφωνα με

τους Alpert και Raiffa (1982), η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους για να προβλέψουν μεγέθη, τους οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, μπορεί εννίοτε να καθορίζεται και από δυο άλλους παράγοντες:

1. κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν (Οι επενδυτές μπορεί να αποκτήσουν υπέρ-αυτοπεποίθηση μετά από πολλές επιτυχίες στο παρελθόν) και
2. εσωτερική πληροφόρηση.

Γενικά η υπέρ - αυτοπεποίθηση υποδηλώνει ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν την ικανότητά τους να προβλέψουν γεγονότα της αγοράς, και λόγω της υπέρ – εμπιστοσύνης τους αναλαμβάνουν ρίσκα χωρίς να λαμβάνουν ανάλογες αποδόσεις. Η υπέρ – αυτοπεποίθηση σε ιδιώτες επενδυτές μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να προβούν σε υπερβολικές συναλλαγές, με την πεποίθηση ότι οι τοποθετήσεις τους θα αποδίδουν καλύτερα από ότι των υπολοίπων.

3.2.3.3. Συντηρητισμός (Conservatism)

Ο συντηρητισμός αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να αργούν να προσαρμοστούν στις αλλαγές. Με άλλα λόγια, προτιμούν να μείνουν στην κατάσταση όπου είναι και θεωρούν φυσιολογική. Γενικά ο συντηρητισμός αναφέρεται στην σταδιακή και αργή ή και αδυναμία αλλαγής απόψεων και ειλημμένων αποφάσεων στην παρουσία νέας πληροφόρησης. Ο Edwards (1968) προσδιόρισε τον συντηρητισμό ως τον αργό ρυθμό με τον οποίο οι άνθρωποι μεταβάλλουν τις πεποιθήσεις τους, ακόμη και στην περίπτωση ύπαρξης νέων στοιχείων που να αποδεικνύουν πως η αρχική τους θέση ήταν λάθος. Όσο πιο χρήσιμα τα νέα στοιχεία, τόσο μεγαλύτερο το έλλειμμα μεταξύ της πραγματοποιούμενης ανανέωσης και της ορθολογικά αναμενόμενης ανανέωσης. Συντηρητισμός προκύπτει επίσης όταν η επεξεργασία των νέων πληροφοριών και η συνεπαγόμενη ανανέωση των πεποιθήσεων είναι δαπανηρές σε χρόνο και γνωσιακούς πόρους.

3.2.3.4. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Η αντιπροσωπευτικότητα είναι ένας ευριστικός κανόνας τον οποίο χρησιμοποιούν οι άνθρωποι όταν πρόκειται να πάρουν μια απόφαση. Προκειμένου να αποφασίσουν προσπαθούν να βρουν κοινά σημεία μεταξύ διαφορετικών προοπτικών ή προβλημάτων ή θεωρούν ότι τυχαία γεγονότα είναι μέρος ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων. Έτσι όταν καλούνται να κρίνουν την πιθανότητα ότι το υποκείμενο Α ανήκει στην ομάδα Β, οι πιθανότητες που δίνονται αξιολογούνται από το βαθμό στον

οποίο το υποκείμενο A μοιάζει με την διαδικασία B. Εάν φαινομενικά υπάρχει μια σχέση πιστεύουμε ότι η πιθανότητα είναι υψηλή, ενώ εάν φαινομενικά δεν υπάρχει κάποια σχέση πιστεύουμε ότι η πιθανότητα είναι χαμηλή.

Παρόλο που η αντιπροσωπευτικότητα σαν ευριστικός κανόνας είναι χρήσιμος στην καθημερινή ζωή, συχνά οδηγεί τους ανθρώπους σε στερεότυπα και γνωστικές προκαταλήψεις. Χρησιμοποιώντας την αντιπροσωπευτικότητα συχνά αγνοείται η σχετική συχνότητα με την οποία ένα γεγονός συμβαίνει (base rate neglect). Με άλλα λόγια υπολογίζεται η υπό συνθήκη πιθανότητα (conditional probability) ενός γεγονότος A με βάση ένα γεγονός B χωρίς να λαμβάνεται υπόψη την βασική προγενέστερη πιθανότητα (base rate ή prior probability) του γεγονότος B.

Ένα παράδειγμα έχει να κάνει με το γεγονός ότι συχνά υποθέτουμε ότι οι συγκεκριμένες καταστάσεις είναι πιο πιθανές από τις γενικές, δηλαδή το ειδικό έχει περισσότερες πιθανότητες να συμβεί από το γενικό.

Η Λίντα είναι 31 ετών, ανύπαντρη, κοινωνική, και πολύ έξυπνη. Το πτυχίο της ήταν στην Φιλοσοφία. Σαν φοιτήτρια την απασχολούσαν πολύ θέματα διακρίσεων και κοινωνικής δικαιοσύνης και συμμετείχε σε αντιτυρηνικές διαδηλώσεις. Τι είναι πιο πιθανό: α) η Λίντα να είναι ταμίας σε τράπεζα, ή β) η Λίντα να είναι ταμίας σε τράπεζα και ενεργή φεμινίστρια. Το 85% των συμμετεχόντων σε ένα πείραμα που ρωτήθηκε το ίδιο πράγμα απάντησε το (β), όμως μαθηματικά η πιθανότητα δύο γεγονότα να συμβαίνουν ταυτόχρονα είναι πάντα μικρότερη ή ίση της πιθανότητας κάθε γεγονότος να συμβαίνει μόνο του. Δηλαδή όσο μεγάλη πιθανότητα κι αν υπάρχει η κοπέλα να είναι φεμινίστρια και ταμίας, αυτή η πιθανότητα θα είναι πάντα μικρότερη από την πιθανότητα να είναι μόνο ταμίας. Η επιλογή (β) φαινομενικά είναι πιο αντιπροσωπευτική για την κοπέλα με βάση την περιγραφή της και γι' αυτό επιλέχθηκε από τους συμμετέχοντες, ακόμα κι αν μαθηματικά είναι λιγότερο πιθανή (conjunction fallacy).

3.2.3.5. Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Bias)

Ένας ακόμη ευριστικός κανόνας είναι η Μεροληψία Διαθεσιμότητας που περιγράφει την κατάσταση εκείνη όπου τα άτομα ανάλογα με την συναισθηματική φόρτιση που έχουν δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα (υπέρ - σταθμίζουν) στο πιο έντονο συναισθηματικά ενδεχόμενο ή με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στη μνήμη τους παρόμοια γεγονότα την στιγμή που καλούνται να αποφασίσουν, κάνουν μεροληπτικές κρίσεις σχετικά με την πιθανότητα να συμβεί ένα γεγονός. Ένα παράδειγμα αυτής της

κατάστασης είναι ότι πολλοί άνθρωποι πιστεύουν ότι είναι πιο πιθανό να φαγωθούν από καρχαρίες παρά να σκοτωθούν από την πτώση ενός εξαρτήματος ενός αεροπλάνου που πετάει εκείνη τη στιγμή, παρόλο που το δεύτερο είναι 30 φορές πιο πιθανό να συμβεί. Αυτό συμβαίνει πιθανώς γιατί οι επιθέσεις από καρχαρίες έχουν πολύ μεγαλύτερη δημοσιότητα από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης.

3.2.3.6. Το Λάθος του Παίκτη (Gambler's Fallacy)

Το λάθος του παίκτη είναι ένας ακόμη ευριστικός κανόνας που παρατηρείται κατά τη λήψη αποφάσεων και έχει να κάνει με το γεγονός ότι τα άτομα έχουν την τάση να αναγνωρίζουν μοτίβα (patterns), ακόμη και εκεί που δεν υπάρχουν. Για παράδειγμα αν στρίψει κανείς ένα δίκαιο νόμισμα 10 φορές και τις 8 έρθει γράμματα, ένα άτομο μπορεί να υποθέσει ότι η πιθανότητα στο μέλλον να έρθει κορόνα είναι μεγαλύτερη. Βέβαια κάτι τέτοιο δεν ισχύει και είναι λάθος, διότι κάθε φορά που στρίβεται το νόμισμα οι πιθανότητες είναι 50 – 50. Έτσι και στο χρηματιστήριο αυτό το σκεπτικό μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να πιστεύουν και να περιμένουν ότι μια ακολουθία από καλές (ή κακές) αποδόσεις στην αγορά θα τερματιστεί και ότι θα παλινδρομήσει στους μέσους όρους.

3.3. Συμπέρασμα

Αν και τα παραπάνω παραδείγματα των ψευδαισθήσεων, έχουν παρατηρηθεί ευρέως, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν ισχυρίζεται ότι όλοι οι επενδυτές θα υποφέρουν από την ίδια ψευδαίσθηση ταυτόχρονα. Η ευαισθησία ενός επενδυτή σε μια συγκεκριμένη ψευδαίσθηση είναι πιθανό να είναι συνάρτηση πολλών και διάφορων μεταβλητών. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές πρέπει να λάβουν όλα τα αναγκαία μέτρα που χρειάζονται για την ελαχιστοποίηση ή την αποφυγή ψευδαισθήσεων που μπορούν να επηρεάσουν την απόφασή τους κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΩΝ ΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΨΕΥΔΑΙΣΘΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΟΡΘΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

4.1. Οι Αδυναμίες στο Προφίλ του Πελάτη και η συνεισφορά του Συμβούλου στην καταπολέμησή τους

Τα άτομα είναι εκτεθειμένα σε μια σειρά από προκαταλήψεις που επηρεάζουν την συμπεριφορά τους κατά τη λήψη αποφάσεων. Σε οικονομικά θέματα όμως, οι μεροληπτικά λαμβανόμενες αποφάσεις μπορούν να οδηγήσουν συστηματικά σε απώλεια χρημάτων. Έτσι ένα από τα κύρια καθήκοντα του χρηματοοικονομικού συμβούλου είναι να βοηθήσει τους πελάτες να μην πέσουν σε ψυχολογικές παγίδες στη διαδικασία της διαχείρισης του πλούτου τους.

Για να εκτελεστεί αυτό το έργο με επιτυχία, ο σύμβουλος πρέπει να προσδιορίσει ποιο μέρος των επιλογών του πελάτη καθοδηγείται από τη συμπεριφορά και τις προκαταλήψεις και πώς επηρεάζει τις προτιμήσεις του. Από την κλασική θεωρία χρηματοοικονομικής, μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι η επιλογή καθοδηγείται από τον κίνδυνο και την αποστροφή απώλειας όταν ο πελάτης δεν είναι παράλογος. Ωστόσο, αν ο πελάτης αναπτύσσει μια προκατειλημμένη αντίληψη των πιθανοτήτων, όπως περιγράφεται στην τυποποιημένη θεωρία προοπτικής, ή αν ενεργεί σύμφωνα με ορισμένες από τις αδυναμίες συμπεριφοράς που συνοψίζονται στο Κεφάλαιο 3, η απόφασή του γίνεται παράλογη. Ως εκ τούτου, το κεφάλαιο 3 έχει σημαντικό ρόλο γιατί βοηθάει να γίνει η διάκριση μεταξύ της ορθολογικής και παράλογης συμπεριφοράς.

Αφού ο σύμβουλος αποκτήσει μια αντίληψη για το πώς να διακρίνει την ορθολογική συμπεριφορά από παράλογες πτυχές της συμπεριφοράς του πελάτη του, το επόμενο πρόβλημα που πρέπει να λύσει είναι να βοηθήσει τον πελάτη να προβεί σε ορθολογικές επιλογές. Υπάρχουν σίγουρα πολλοί τρόποι για να ασχοληθεί με αυτό το πρόβλημα. Μερικά παραδείγματα δίνονται στον παρακάτω πίνακα. Ο καλύτερος τρόπος, όμως, είναι να ακολουθήσει μια δομημένη διαδικασία.

Προκαταλήψεις που οδηγούν σε παράλογη επιλογή	Πώς να καταπολεμηθεί η προκατάληψη
Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability bias)	Εμφάνιση στον πελάτη μακροπρόθεσμων αποτελεσμάτων, πριν τον αφήσουν να ενημερωθεί για τις πρόσφατες ειδήσεις από τα μέσα ενημέρωσης. Είναι καλό να δοθούν στον πελάτη παραδείγματα και ιστορίες αίγλης που τελικά κατέληξαν σε αποτυχία.
Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness) / Το λάθος του παίχτη (Gambler's fallacy)	Ο σύμβουλος πρέπει να βεβαιωθεί ότι ο πελάτης δεν παραμελεί στατιστικώς σημαντικά αποτελέσματα όταν προσπαθεί να δει μοτίβα στα δεδομένα.
Συντηρητισμός (Conservatism) / Αγκίστρωση (Anchoring)	Ο σύμβουλος πρέπει να βεβαιωθεί ότι οι προσδοκίες του πελάτη ανταποκρίνονται επαρκώς στις νέες αλλαγές σε θεμελιώδη ζητήματα και να μην κολλήσουν με τους τελευταίους υπολογισμούς.
Πλαισίωση (Framing)	Ο σύμβουλος πρέπει να εμφανίσει μια εναλλακτική αναπαράσταση του προβλήματος και να δει αν ο πελάτης τελικά αποφασίσει διαφορετικά.
Υπέρ - αυτοπεποίθηση (Overconfidence)	Ο σύμβουλος πρέπει να επισημάνει ότι οι άλλοι επενδυτές επίσης προσπαθούν να συμπεριφερθούν έξυπνα ως πελάτες και ότι τελικά οι επενδυτές που έχουν τις καλύτερες επιδόσεις είναι αυτοί που βρίσκουν τη σωστή ισορροπία μεταξύ των δεξιοτήτων τους και της τεχνοτροπίας των επενδύσεων τους.
Νοητική Λογιστική (Mental accounting)	Ο σύμβουλος πρέπει να επισημάνει τα οφέλη της διαφοροποίησης.

4.2. Δομημένη διαδικασία Διαχείρισης Περιουσίας

Η διαχείριση πλούτου είναι ένα δύσκολο έργο, αφού τα περιουσιακά στοιχεία ποτέ δεν προσφέρουν ευκαιρίες σε μια χρηματοοικονομική αγορά παρά μόνο εμπορικά ανταλλάγματα. Για να βρει κανείς την καλύτερη λύση, πρέπει να συνδυάσει τα εμπορικά ανταλλάγματα που του προσφέρει η αγορά με τις προτιμήσεις των επενδυτών, λαμβανομένων υπόψη των περιορισμών της προσωπικής οικονομικής τους κατάστασης. Η

μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αξίζει από την άποψη αυτή, δεδομένου ότι προσφέρει μια επίγνωση των τυπικών λαθών που γίνονται όσον αφορά τις επενδύσεις. Βέβαια είναι δύσκολο να πούμε ποια από τα λάθη είναι περισσότερο σοβαρά, γιατί μια μεγάλη καταστροφή συνήθως προκύπτει από το συνδυασμό πολλών πτυχών οι οποίες, μεμονωμένα, θα μπορούσαν ακόμη και να μην ήταν λάθος υπό άλλες περιστάσεις. Για παράδειγμα, η νοητική λογιστική ως σημείο αναφοράς της συμπεριφοράς μπορεί να είναι χρήσιμη σε ορισμένες περιπτώσεις, αλλά όταν εφαρμόζεται ταυτόχρονα, με μέτρα που αφορούν άλλες συμπεριφορικές αδυναμίες μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια χρημάτων.

Γενικά μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε πέντε κύρια λάθη στη διαχείριση του πλούτου

1. Η έλλειψη σχεδιασμού

Το πιο θεμελιώδες λάθος στη διαχείριση του πλούτου βρίσκεται στο γεγονός ότι τα άτομα συνήθως δεν έχουν ένα σχέδιο όσον αφορά τις αποφάσεις τους που σχετίζονται με τον πλούτο τους. Φυσικά, ο σχεδιασμός παίρνει χρόνο και η λήψη συμβουλών μπορεί να είναι δαπανηρή. Κατά συνέπεια, πολλοί πελάτες προσπαθούν να αποφύγουν αυτές τις δαπάνες μιμούμενοι τους υπόλοιπους, ή προτιμούν να αναβάλουν τον προγραμματισμό σε μια άλλη εποχή.

2. Εσφαλμένη διαμόρφωση – πλαισίωση της κατάστασης

Το να γνωρίζει κανείς πώς να πλαισιώσει (framing) ένα πρόβλημα αποτελεί μία ισχυρή ικανότητα τη στιγμή που θα κυριαρχήσει στην απόφαση του λήπτη. Σε μεγάλο βαθμό, οι ειδικοί του marketing δημιουργούν κέρδος από τη δημιουργία μιας διαμόρφωσης που επηρεάζει τις αποφάσεις των πελατών με οποιονδήποτε τρόπο η εταιρία θέλει. Τα πλαίσια (frames) στη διαχείριση του πλούτου θα πρέπει να βασίζονται στις μετοχές και τις ροές των χρημάτων, τα σενάρια κινδύνου, και τις εναλλακτικές λύσεις που έχει κανείς. Το πλαίσιο πρέπει να είναι στραμμένο προς το μέλλον, δηλαδή προηγούμενες αποφάσεις (όπως σε ποια τιμή έχει αγοραστεί ένα περιουσιακό στοιχείο) δεν πρέπει να χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς για τις μελλοντικές αποφάσεις. Επιπλέον, τα πλαίσια δεν πρέπει να είναι πάρα πολύ στενά. Ο πλούτος δεν πρέπει να χωριστεί σε πολλούς νοητικούς λογαριασμούς και οι αλλαγές του πλούτου κατά την πάροδο του χρόνου θα πρέπει να ενσωματωθούν, έτσι ώστε να μπορεί να αποφευχθεί η μυωπική αποστροφή της απώλειας.

3. Η αναποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων, π.χ. ψευδή διαφοροποίηση

Η διαφοροποίηση είναι το πιο ισχυρό εργαλείο για να αντιμετωπιστούν τα σκαμπανεβάσματα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο πάντα θα χάσει σε ορισμένα περιουσιακά στοιχεία, αλλά επίσης θα κερδίσει σε άλλα. Ένα χαρτοφυλάκιο είναι δυνατόν να διαφοροποιηθεί με τέτοιο τρόπο ώστε κατά μέσο όρο ο πλούτος του επενδυτή να μεγαλώνει. Στοιχήματα όπως η αγορά μετοχών μόνο μίας εταιρείας, μπορεί να είναι συναρπαστικά, αλλά σίγουρα δεν αξίζουν ώστε να διακινδυνεύσει κανείς ένα μεγάλο ποσό της περιουσίας του. Η νοητική λογιστική μπορεί να εμποδίσει την ορθή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου και για αυτό θα πρέπει να χρησιμοποιούνται εργαλεία για την αποφυγή αφελής διαφοροποίησης.

4. Δεν ακολουθείται μια στρατηγική

Είναι γνωστό ότι κατά τη διάρκεια μίας επένδυσης, είναι δυνατό να συμβούν γεγονότα που δεν ήταν δυνατόν να είχαν προβλεφθεί πριν. Αλλά είναι επίσης γνωστό ότι τέτοιου είδους καταστάσεις πάντα συμβαίνουν, οπότε δεν χρειάζεται οι επενδυτές να υπέρ-αντιδρούν σε αυτές. Προκειμένου ένας επενδυτής να αποφύγει να παρασυρθεί από την έντονη φύση των αγορών, θα πρέπει να ακολουθήσει μια στρατηγική για τις μελλοντικές επενδύσεις η οποία έχει ήδη αποδειχθεί για την επίτευξη των χαρακτηριστικών που ταιριάζουν στις προτιμήσεις και τους περιορισμούς του επενδυτή. Επίσης, πρέπει να γίνει κατανοητό από τον επενδυτή ότι δεν μπορεί να βρει μια τέλεια απάντηση για τα σκαμπανεβάσματα των αγορών. Μια καλή στρατηγική είναι συνήθως λιγότερο ευμετάβλητη από τις αγορές.

5. Λάθος ερμηνεία των επιδόσεων

Όταν οι καλύτεροι επενδυτές είχαν τύχη και γνωρίζουν ότι είχαν την τύχη, τότε αυτοί θέτουν μέτριους στόχους για το μέλλον. Η επιτυχία ενέχει τον κίνδυνο να καταστεί ο επενδυτής πολύ περήφανος και να αποκτήσει υπέρ – αυτοπεποίθηση με αποτέλεσμα να μην αντιλαμβάνεται τους κινδύνους αποτελεσματικά. Μία καλή ανάλυση για το που οφείλεται μία επίδοση είναι πολύ σημαντική για τη βελτίωση της στρατηγικής του επενδυτή. Συναισθήματα όπως η πλεονεξία, ο φόβος, η υπερηφάνεια, και η λύπη μπορεί να εμποδίσουν μια ισορροπημένη αξιολόγηση της κατάστασης.

Αυτά τα πέντε σημεία φαίνονται αρκετά προφανή σε γενικό επίπεδο. Αλλά όταν πρόκειται για πιο συγκεκριμένες καταστάσεις, αυτά είναι λιγότερο προφανή. Η δομημένη διαδικασία συμβουλευτικής που περιγράφεται μπορεί να βοηθήσει να αποφευχθούν οι περισσότερες

από τις «παγίδες συμπεριφοράς». Τα κύρια συστατικά αυτής της διαδικασίας μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Ανάλυση των αναγκών
- Εξατομικευμένη διαχείριση του ενεργητικού και του παθητικού
- Προφίλ κινδύνου
- Επιλογή και εφαρμογή της βέλτιστης κατανομής των περιουσιακών στοιχείων
- Τεκμηρίωση και υποβολή εκθέσεων

Ανεξάρτητοι οικονομικοί σύμβουλοι πρέπει να πραγματοποιήσουν και τα πέντε βήματα που αναφέρονται. Κατά την εφαρμογή, μπορούν να προσπαθήσουν να πάρουν κάποια υποστήριξη με τη χρήση ενός ερωτηματολογίου ως λίστα ελέγχου για να αξιολογήσουν το προφίλ του πελάτη όσον αφορά τον κίνδυνο και να καταλάβουν κατά πόσο ο πελάτης έχει επίγνωση των κινδύνων. Πρέπει επίσης να προσφέρουν μία καλή κατανοητή ενημέρωση για τους μελλοντικούς κινδύνους από την τοποθέτηση κεφαλαίων σε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Αλλά η εφαρμογή όλων αυτών από ένα και μόνο σύμβουλο καθίσταται στην πραγματικότητα από δύσκολη έως αδύνατη. Βέβαια σε μια μεγάλη οργάνωση, όπου η εξειδίκευση είναι δυνατή, επιτρέπει την αξιοποίηση ειδικών σε αυτού του είδους τις διαδικασίες και τη δημιουργία συγκριτικών πλεονεκτημάτων που μπορούν να αξιοποιηθούν. Εδώ θα υποστηρίξουμε ότι για έναν μεγάλο οργανισμό, ένας υψηλός βαθμός τυποποίησης απαιτείται στη διαδικασία της διαχείρισης πλούτου για την εξασφάλιση καλής ποιότητας συμβουλευτικών υπηρεσιών σε όλους τους πελάτες με σκοπό να επωφεληθούν από αυτή την εξειδίκευση.

Ο σκοπός των ιδιωτικών τραπεζών είναι να γεφυρώσει το χάσμα μεταξύ των πελατών και της αγοράς. Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι πρέπει λοιπόν να έχουν ένα διπλό ταλέντο. Χρειάζεται να κατανοούν τους πελάτες, όπως επίσης και την αγορά. Επειδή ο χρόνος είναι ένας σπάνιος πόρος σε κάθε χρηματοοικονομικό σύμβουλο, χρειάζεται να υπάρχει μια λεπτή ισορροπία στην κατανομή μεταξύ του χρόνου που διατίθεται στους πελάτες και στην αγορά. Στην παραδοσιακή προσέγγιση, ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος θεωρείται ως ειδικός της αγοράς και ως επί το πλείστον επικεντρώνεται στην κατανόηση της αγοράς. Αυτή η προσέγγιση βασίζεται στην εσφαλμένη ιδέα ότι υπάρχει κάτι σαν «η καλύτερη» επενδυτική στρατηγική η οποία είναι η ίδια για όλους τους πελάτες. Πράγματι, οι περισσότερες εφημερίδες δίνουν την εντύπωση ότι η τέχνη στις επενδύσεις είναι να βρεθεί η καλύτερη επενδυτική στρατηγική η οποία μάλιστα υπονοείται ότι έχει και καθολικό χαρακτήρα. Με αυτή τη λογική οι ειδικοί μπορούν εύκολα να ταξινομηθούν με βάση

κατηγορίες όπως τα εμπορεύματα, τα ομόλογα, ή τα hedge funds. Η αλήθεια είναι ότι το ίδιο ισχύει και για τους συμβούλους των πελατών. Για παράδειγμα μερικοί έλκονται από εμπορεύματα, άλλοι από ομόλογα, και άλλοι από τα hedge funds. Ως εκ τούτου, δεν θα πρέπει να αποτελεί έκπληξη ότι οι σύμβουλοι των πελατών κάνουν μεροληπτικές προτάσεις σύμφωνα με το προσωπικό τους στυλ επένδυσης. Η αλήθεια, όμως, είναι ότι η αγορά προσφέρει εμπορικά ανταλλάγματα: το μέγεθος της απόδοσης που μπορεί να επιτύχει κανείς στην αγορά εξαρτάται από το ύψος του κινδύνου που έχει αναλάβει. Ως εκ τούτου, δεν υπάρχει τίποτα που να μπορεί να θεωρηθεί ως η «καλύτερη» επενδυτική στρατηγική και που μπορεί να βρεθεί χωρίς να λάβει υπόψη την ανοχή και τις προτιμήσεις του πελάτη έναντι του κινδύνου. Η σωστή προσέγγιση για την ιδιωτική τραπεζική είναι να αποκαλύψει αυτούς του συμβιβασμούς και τα ανταλλάγματα για τον πελάτη και στη συνέχεια να αξιολογήσει τον πελάτη, με σκοπό να βρεθεί η καλύτερη ισορροπία για αυτόν. Δεδομένου ότι υπάρχουν πολύ ισχυρές οικονομίες κλίμακας για την κατανόηση της αγοράς, ο χρόνος του συμβούλου θα πρέπει να προορίζεται κυρίως για την κατανόηση του πελάτη. Πολλοί ειδικοί μπορούν εύκολα να συνεργαστούν για να κατανοήσουν την αγορά, αλλά μόνο λίγοι άνθρωποι (ο σύμβουλοι πελατών και κάποιοι ειδικοί για φόρους, κληρονομίες, κ.λπ.) μπορούν να εργαστούν μαζί για να καταλάβουν τον πελάτη. Το γεγονός αυτό απαιτεί ένα σαφή καταμερισμό της εργασίας στην οποία οι σύμβουλοι αφιερώνουν το μεγαλύτερο μέρος του χρόνου τους για την κατανόηση του πελάτη. Η κατανόηση του πελάτη υπερβαίνει την ύπαρξη μια καλής προσωπικής σχέσης με τον πελάτη, η οποία είναι, ωστόσο, απαραίτητη προϋπόθεση στην ιδιωτική τραπεζική. Περιλαμβάνει επίσης την ικανότητα του πελάτη να αξιολογεί τους κινδύνους και τις προτιμήσεις του έναντι του κινδύνου με συστηματικό τρόπο. Αυτά τα σημαντικά χαρακτηριστικά του πελάτη, καθορίζουν τον τρόπο κατανομής των περιουσιακών στοιχείων του.

4.3. Τα Οφέλη μιας δομημένης διαδικασίας διαχείρισης περιουσίας

Μια δομημένη διαδικασία μειώνει σαφώς την ελευθερία των συμβούλων. Επιπλέον, κάνει τους συμβούλους πιο ελεγχόμενους, και απαιτεί από αυτούς την συμπλήρωση εντύπων και δελτίων δεδομένων, καθώς επίσης την ικανότητα και την προθυμία να χειριστούν νέα IT. Αυτό συνεπάγεται υψηλό κόστος. Έτσι το ερώτημα είναι αν αυτό αξίζει να καταβάλλεται; Η απάντηση είναι σίγουρα «ναι». Χωρίς μια δομημένη διαδικασία, ο υψηλός βαθμός ετερογενών συμβουλών θα διαβρώσει την εμπιστοσύνη του πελάτη στην ιδιωτική τραπεζική. Οι πελάτες θα επικεντρωθούν στη συνέχεια μόνο για τις δαπάνες που πρέπει να

πληρώσουν και τελικά κάτι τέτοιο θα μπορούσε να οδηγήσει σε «λύσεις» χαμηλού κόστους, όπως το διαδίκτυο. Η δομημένη διαδικασία, από την άλλη πλευρά, εγγυάται την ποιότητα των υπηρεσιών μέσω της τυποποίησης, και εκμεταλλεύεται τις οικονομίες κλίμακας, εστιάζοντας στα συγκριτικά πλεονεκτήματα.

4.4. Συμπέρασμα

Προκειμένου ένα τραπεζικό ίδρυμα να παράσχει ανώτερες υπηρεσίες στους πελάτες του και να προσθέτει αξία στις διαμεσολαβητικές ενέργειες που κάνει θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη όχι μόνο την αγορά αλλά και τον ίδιο τον πελάτη. Θα πρέπει να περάσει από τη φάση της τυποποιημένης παραγωγής χρηματοοικονομικών προϊόντων στην εξατομικευμένη παραγωγή. Και αυτό γιατί ο κάθε πελάτης έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που πρέπει να ληφθούν υπόψη στο σχεδιασμό ενός ορθολογικού χαρτοφυλακίου.

Οι διεργασίες των τραπεζικών οργανισμών κατά την επαφή τους με τους πελάτες θα πρέπει να είναι αυστηρά δομημένες και σε στάδια όπως:

1. Καθορισμός του προφίλ του πελάτη
2. Σχεδιασμός προϊόντος

Κατά τον καθορισμό του προφίλ του πελάτη θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι συμπεριφορικές αδυναμίες και να αντιμετωπίζονται από τον σύμβουλο όπως περιγράφεται στον πίνακα 5.1. . Επίσης θα πρέπει να δίνεται έμφαση στις προτιμήσεις και στον βαθμό κινδύνου που θα εκτεθεί.

Από την άλλη ο ιδανικός σχεδιασμός του χρηματοοικονομικού προϊόντος θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη πέρα από το προφίλ του πελάτη και τις μελλοντικές χρηματοοικονομικές ανάγκες του. Το επιθυμητό αποτέλεσμα μπορεί να προέλθει από παράγωγα προϊόντα ή από παραδοσιακά προϊόντα, όπως ομόλογα και μετοχές. Το κύριο πλεονέκτημα των δομημένων προϊόντων είναι ότι προσφέρουν μεγαλύτερη προστασία του κεφαλαίου με αντίστοιχη βέβαια απόδοση.

Για να γίνει αυτό οι τραπεζικοί οργανισμοί θα πρέπει να ακολουθήσουν μια αυστηρά δομημένη διαδικασία διαχείρισης περιουσίας, όπως περιγράφεται στην ενότητα 4.2.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΡΕΥΝΑ ΜΕ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

5.1. Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας έρευνας με χρήση ερωτηματολογίου είναι να εξεταστεί κατά πόσο τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα, έχουν υιοθετήσει στις διαμεσολαβητικές υπηρεσίες που παρέχουν, τις αρχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, καθώς επίσης και το βαθμό εξοικείωσης των υπαλλήλων με το πεδίο αυτό.

5.2. Μέθοδος Συλλογής Στοιχείων – Ταυτότητα Ερευνάς

Εφόσον έγινε η συλλογή των απαραίτητων δευτερογενών στοιχείων και πληροφοριών από την αντίστοιχη επιστημονική βιβλιογραφία και αρθρογραφία σχετικά με τις παραπάνω έννοιες, κρίθηκε σκόπιμη η περαιτέρω διερεύνησή τους στο πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Πρωτίστως είναι σκόπιμο να γίνει η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου συλλογής των πρωτογενών δεδομένων για την αποτελεσματική διεξαγωγή της έρευνας. Η συλλογή αυτή μπορεί να επιτευχθεί με διάφορες μεθόδους. Η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου συλλογής πρωτογενών δεδομένων επηρεάζεται από δυο παραμέτρους. Η μια παράμετρος είναι ο βαθμός δόμησης, ενώ η άλλη είναι ο βαθμός αμεσότητας ή συγκάλυψης.

Η ποσοτική έρευνα (quantitative research) στηρίζεται στη συλλογή ποσοτικών στοιχείων από μεγάλα δείγματα του πληθυσμού - στόχου, συνήθως με τη χρήση δομημένου ερωτηματολογίου. Τα ερωτηματολόγια αποτελούν μια από τις πιο διαδεδομένες τεχνικές συλλογής δεδομένων, διότι κάθε άτομο καλείται να απαντήσει στο ίδιο σύνολο ερωτήσεων, οι οποίες βρίσκονται σε μια προκαθορισμένη σειρά. Επίσης είναι πρακτικά και παρέχουν έναν πολύ αποτελεσματικό τρόπο συγκέντρωσης απαντήσεων από ένα δείγμα ερωτώμενων πολύ ευρύτερο από αυτό που επιτρέπει οποιαδήποτε άλλη τεχνική.

Η έρευνα διεξήχθη τον Μάιο του 2012. Η συλλογή πληροφοριών έγινε με τη χρήση ερωτηματολογίων γραπτής ατομικής συμπλήρωσης. Τα ερωτηματολόγια διανεμήθησαν σε τραπεζικούς υπαλλήλους σε όλη την Ελλάδα, είτε μέσο ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, είτε αυτοπροσώπως.

5.3. Το Ερωτηματολόγιο

Για τους στόχους της έρευνας σε τραπεζικά καταστήματα στην περιοχή συντάχθηκε ένα δομημένο και εκτενές ερωτηματολόγιο που αρχικά αποτελείται από ένα απαιτούμενο εξώφυλλο με όλες τις διευκρινιστικές λεπτομέρειες του σκοπού της έρευνας και του θέματος της διπλωματικής εργασίας. Συγκεκριμένα το εξώφυλλο περιλαμβάνει τα στοιχεία του ερευνητή ενώ επεξηγεί στους συμμετέχοντες της έρευνας ότι το ερωτηματολόγιο αφορά την εκπόνηση διπλωματικής εργασίας στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών με τίτλο: «Τραπεζική Χρηματοοικονομική του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου», με επιβλέποντα καθηγητή τον κ. Λαζαρίδη Ιωάννη. Επιπλέον το εξώφυλλο αναφέρει το θέμα της διπλωματικής εργασίας καθώς επίσης και τον στόχο για τον οποίο εκπονείται η συγκεκριμένη εργασία. Κατά τη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου οι ερωτώμενοι είναι πλήρως ενήμεροι για το σκοπό της έρευνας, καθώς επίσης και για το ακαδημαϊκό της χαρακτήρα. Το ερωτηματολόγιο στην τελική του μορφή περιέχει 14 ερωτήσεις κλειστού τύπου και 4 ερωτήσεις σχετικά με δημογραφικά στοιχεία. Κατά την κατάρτιση του ερωτηματολογίου, δόθηκε προσοχή στη διατύπωση των ερωτήσεων έτσι ώστε να είναι κατανοητές από τους ερωτηθέντες και εύστοχες.

5.4. Το Δείγμα της Έρευνας

Το τμήμα του πληθυσμού αποτελείται από άντρες, γυναίκες οι οποίοι εργάζονται ως υπάλληλοι σε τραπεζικά καταστήματα ανά την Ελλάδα. Το μέγεθος του δείγματος είναι 150 άτομα εκ των οποίων οι 84 είναι άντρες και οι 66 γυναίκες. Τα άτομα αυτά πληρούσαν τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, το οποίο θεωρείται επαρκές για τον ακαδημαϊκό σκοπό της έρευνας.

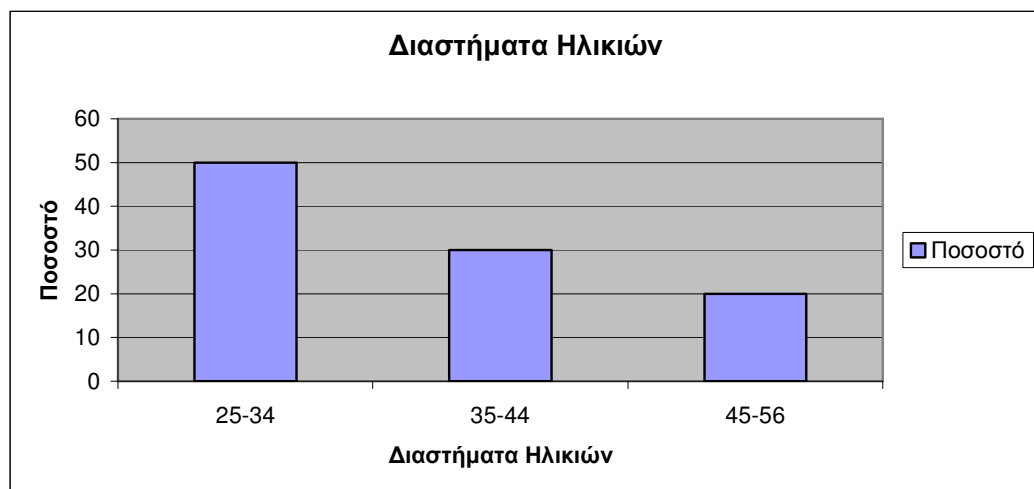
5.5. Δημογραφικά Στοιχεία

Αρχικά προκύπτουν τα δημογραφικά στοιχεία που συλλέχτηκαν από τις απαντήσεις των ερωτώμενων.

Ηλικία

Ξεκινώντας με την ανάλυση των ηλικιών παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος ηλικίας των ερωτηθέντων είναι 36 ετών. Η μικρότερη ηλικία σημειώνεται στα 25 έτη και η μέγιστη ηλικία αντίστοιχα σημειώνεται στα 56 έτη.

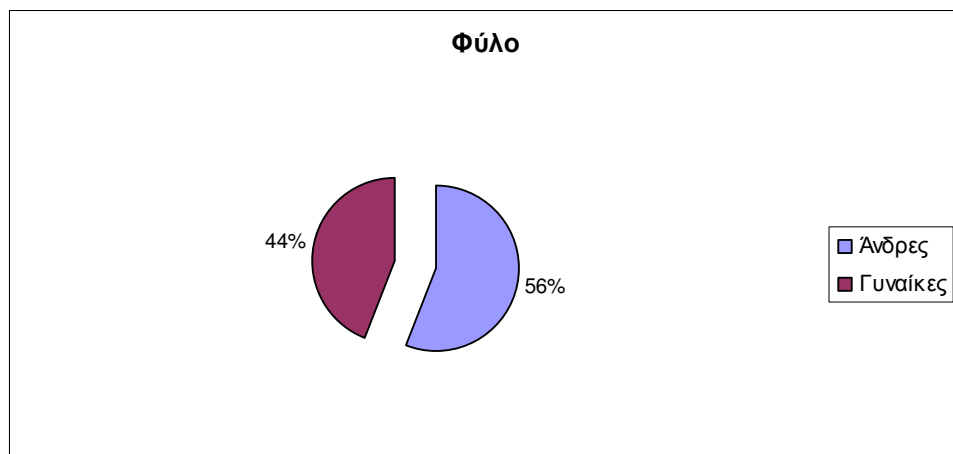
Ηλικία	Συχνότητα	Σχετική Συχνότητα	Ποσοστό
25-34	75	0,5	50
35-44	45	0,3	30
45-56	30	0,2	20
Σύνολο	150	1	100



Φύλο

Οι άνδρες και οι γυναίκες που συμμετείχαν στο δείγμα της έρευνας έχουν περίπου τα ίδια ποσοστά, με τους άνδρες να υπερτερούν κατά 12% έναντι των γυναικών.

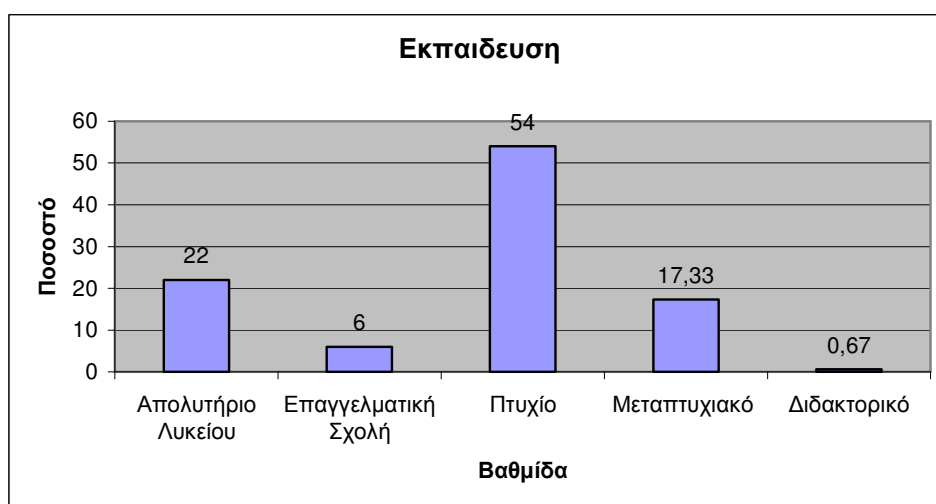
Φύλο	Συχνότητα	Σχετική Συχνότητα	Ποσοστό
Άνδρες	84	0,56	56
Γυναίκες	66	0,44	44
Σύνολο	150	1	100



Εκπαιδευτική βαθμίδα

Όσον αφορά την εκπαιδευτική βαθμίδα παρατηρούμε ότι η πλειοψηφία με ποσοστό 54% είναι πανεπιστημιακής εκπαίδευσης. Υψηλό ποσοστό επίσης παρουσιάζει και η βαθμίδα του απολυτήριου του λυκείου με ποσοστό 22%. Επόμενη σε κατάταξη έρχεται ο αριθμός των ερωτώμενων με μεταπτυχιακές σπουδές με ποσοστό 17%. Ακολουθούν αυτοί που έχουν τελειώσει κάποια επαγγελματική σχολή με ποσοστό 9% και τέλος το ελάχιστο ποσοστό 1% ανήκει σε αυτούς που κατέχουν διδακτορικό τίτλο σπουδών.

Εκπαιδευτική Βαθμίδα	Συχνότητα	Σχετική Συχνότητα	Ποσοστό
Απολυτήριο Λυκείου	33	0,22	22
Επαγγελματική Σχολή	9	0,06	6
Πτυχίο	81	0,54	54
Μεταπτυχιακό	26	0,17	17,33
Διδακτορικό	1	0,01	0,67
Σύνολο	150	1	100

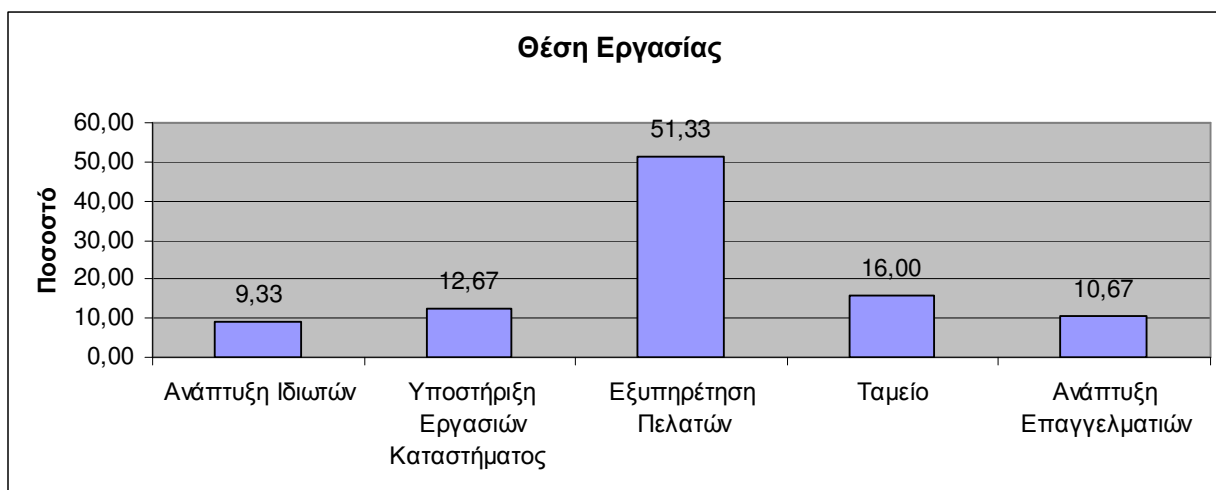


Θέση εργασίας στην τράπεζα

Όπως παρουσιάζεται και στον παρακάτω πίνακα με μεγάλη διαφορά παρατηρείται πως με ποσοστό περίπου 51% οι ερωτώμενοι εργάζονται στην θέση εξυπηρέτησης πελατών. Ακολουθούν οι ταμίες με ποσοστό 24%, αμέσως επόμενοι εκείνοι που ασχολούνται με την υποστήριξη εργασιών καταστήματος με ποσοστό 19%. Πιο σπάνια ως θέση εργασίας

παρατηρείται να είναι η ανάπτυξη επαγγελματιών με ποσοστό 16% καθώς και η ανάπτυξη ιδιωτών με λίγο μικρότερο ποσοστό από την προηγούμενη θέση, 14%.

Θέση Εργασίας	Συχνότητα	Σχετική Συχνότητα	Ποσοστό
Ανάπτυξη Ιδιωτών	14	0,09	9,33
Υποστήριξη Εργασιών Καταστήματος	19	0,13	12,67
Εξυπηρέτηση πελατών	77	0,51	51,33
Ταμείο	24	0,16	16,00
Ανάπτυξη Επαγγελματιών	16	0,11	10,67
Σύνολο	150	1	100



5.6. Παρουσίαση των Αποτελεσμάτων της Έρευνας

Στην παράγραφο αυτή θα παρουσιαστούν τα ποσοτικά αποτελέσματα της έρευνας με την ερμηνεία τους και κατόπιν τούτου, θα προκύψουν τα συμπεράσματα.

Ερώτηση 6^η

Η έκτη ερώτηση έγινε με σκοπό να φανεί η αντίληψη των υπαλλήλων σχετικά με το πόσο ορθολογικά συμπεριφέρονται οι πελάτες. Η ερώτηση διατυπώθηκε ως εξής:

Οι πελάτες συμπεριφέρονται ορθολογικά;

- Α. Πάντα Β. Μερικές φορές Γ. Σπάνια Δ. Καθόλου

Τα αποτελέσματα όπως παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα απεικονίζουν μία τάση των εργαζομένων να θεωρούν ότι οι πελάτες παρουσιάζουν αδυναμίες στην συμπεριφορά τους,

δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος των ερωτηθέντων απάντησε στην ερώτηση ότι οι πελάτες συμπεριφέρονται ορθολογικά μερικές φορές, ενώ το υπόλοιπο τμήμα των ερωτηθέντων απάντησε ότι οι πελάτες συμπεριφέρονται ορθολογικά σπάνια. Αξίζει να σημειωθεί ότι κανένας εργαζόμενος δεν απάντησε τις ακραίες προτάσεις Πάντα και Καθόλου.

Ερώτηση 6^η : Οι πελάτες συμπεριφέρονται ορθολογικά;			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Πάντα	0	0	0
B. Μερικές φορές	90	0,6	60
Γ. Σπάνια	60	0,4	40
Δ. Καθόλου	0	0	0
Σύνολο	150	1	100



Ερώτηση 7^η και 8^η

Η έβδομη και η όγδοη ερώτηση έγιναν με σκοπό να απεικονιστεί ο βαθμός εξοικείωσης και γνώσης των υπαλλήλων με το πεδίο της χρηματοοικονομικής που ονομάζεται χρηματοοικονομική συμπεριφορική. Οι ερωτήσεις διατυπώθηκαν ως εξής:

7. Σας είναι γνωστός ο όρος Behavioral Finance ή Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική;

A. Γνωρίζω

B. Έχω ακούσει

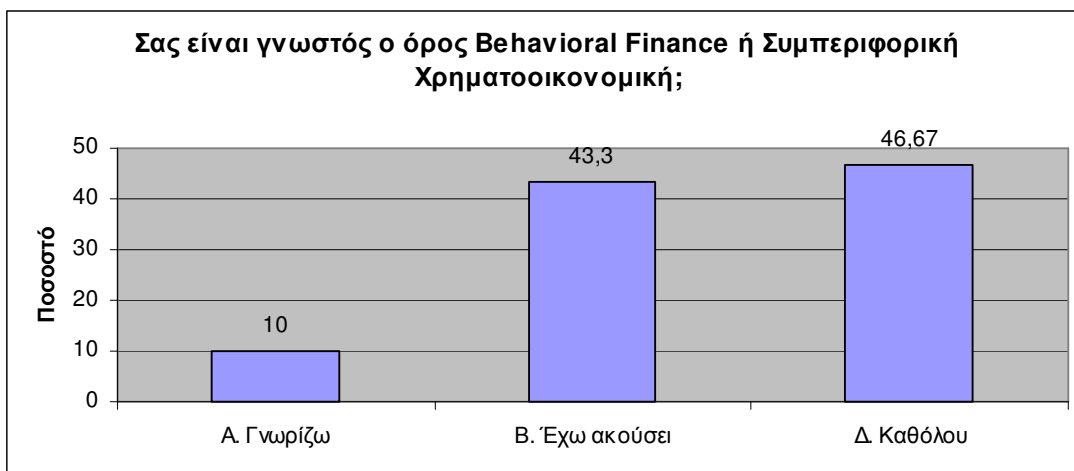
Γ. Καθόλου

8. Έχετε ακούσει για κάποιον από τους παρακάτω όρους;

- | | | | |
|---|--------|---------|------------|
| A. Πλαισίωση (Framing) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| B. Υπέρ - αυτοπεποίθηση (Overconfidence) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Γ. Συντηρητισμός (Conservatism) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Δ. Νοητική Λογιστική (Mental accounting) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Ε. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Στ. Αγκίστρωση (Anchoring) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |

Όπως παρουσιάζονται τα αποτελέσματα στους παρακάτω πίνακες και στο ραβδόγραμμα παρατηρείται ότι οι εργαζόμενοι κατά κύριο λόγο δεν γνωρίζουν αυτό το πεδίο της χρηματοοικονομικής και στην περίπτωση που το γνωρίζουν, η γνώση αυτή είναι περιορισμένη.

Ερώτηση 7^η : Σας είναι γνωστός ο όρος Behavioral Finance ή Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική;			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Γνωρίζω	15	0,1	10
B. Έχω ακούσει	65	0,43	43,3
Γ. Καθόλου	70	0,47	46,67
Σύνολο	150	1	100

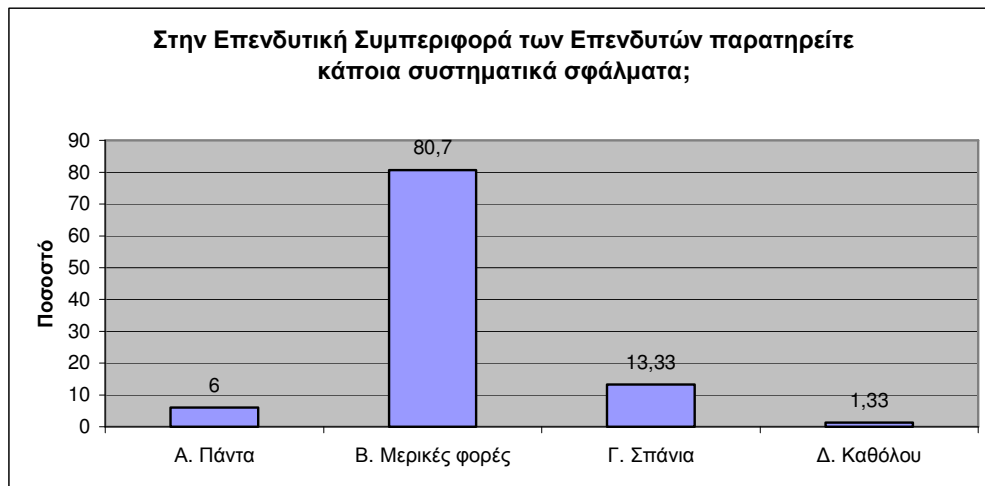


Ερώτηση 8: Έχετε ακούσει για κάποιον από τους παρακάτω όρους;						
A. Πλαισίωση (Framing)	α. Ναι	13%	β. Λίγο	52%	γ. Καθόλου	35%
B. Υπέρ – αυτοπεποίθηση (Overconfidence)	α. Ναι	30%	β. Λίγο	20%	γ. Καθόλου	50%
Γ. Συντηρητισμός (Conservatism)	α. Ναι	38%	β. Λίγο	47%	γ. Καθόλου	15%
Δ. Νοητική Λογιστική (Mental accounting)	α. Ναι	9%	β. Λίγο	38%	γ. Καθόλου	53%
Ε. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)	α. Ναι	27%	β. Λίγο	31%	γ. Καθόλου	42%
Στ. Αγκίστρωση (Anchoring)	α. Ναι	21%	β. Λίγο	34%	γ. Καθόλου	45%

Ερώτηση 9^η

Η ένατη ερώτηση συνδέεται με την πρώτη και έχει ως σκοπό να φανεί κατά πόσο οι υπάλληλοι θεωρούν τους πελάτες ορθολογικούς λήπτες επενδυτικών αποφάσεων. Αν και υπάρχουν απαντήσεις ακραίων επιλογών όπως Πάντα και Σπάνια, ενώ στην πρώτη ερώτηση απουσιάζουν αυτές οι επιλογές, παρατηρείται ότι οι πελάτες και πάλι δεν θεωρούνται από το προσωπικό των τραπεζών ως ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων όπως επιτάσσει η οικονομική θεωρία.

Ερώτηση 9^η : Στην επενδυτική συμπεριφορά των πελατών παρατηρείτε κάποια συστηματικά σφάλματα;			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Πάντα	9	0,06	6
B. Μερικές φορές	121	0,81	80,7
Γ. Σπάνια	20	0,13	13,33
Δ. Καθόλου	2	0,01	1,33
Σύνολο	150	1	100



Στη συνέχεια οι ερωτήσεις που ακολουθούν έγιναν με σκοπό να διερευνηθεί κατά πόσο οι τραπεζικοί οργανισμοί στις διεργασίες που ακολουθούν λαμβάνουν υπόψη τις αποδεδειγμένες εμπειρικά αδυναμίες των επενδυτών.

Ερώτηση 10^η

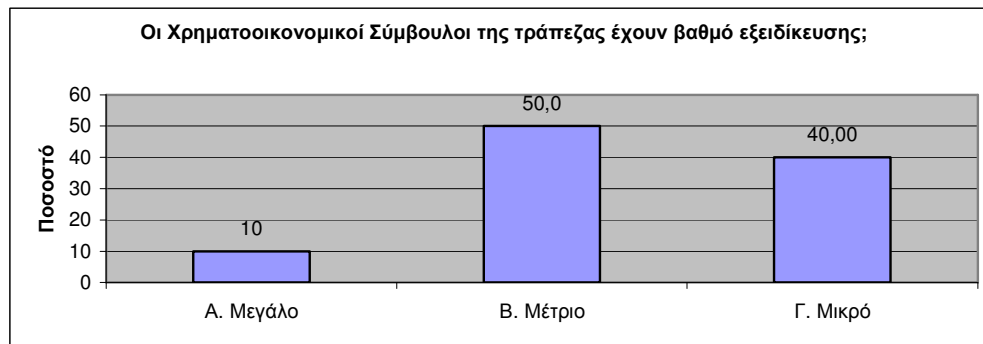
Η 10^η ερώτηση η οποία διατυπώθηκε ως εξής:

Ο χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι της τράπεζας έχουν βαθμό εξειδίκευσης:

A. Μεγάλο B. Μέτριο Γ. Μικρό

δείχνει ότι η πλειονότητα των εργαζομένων θεωρεί πως οι επενδυτικοί σύμβουλοι έχουν μέτριο (50%) ή μικρό (40%) βαθμό εξειδίκευσης, ενώ μόνο ένα μικρό ποσοστό (10%) θεωρεί πως οι επενδυτικοί σύμβουλοι έχουν μεγάλο βαθμό εξειδίκευσης.

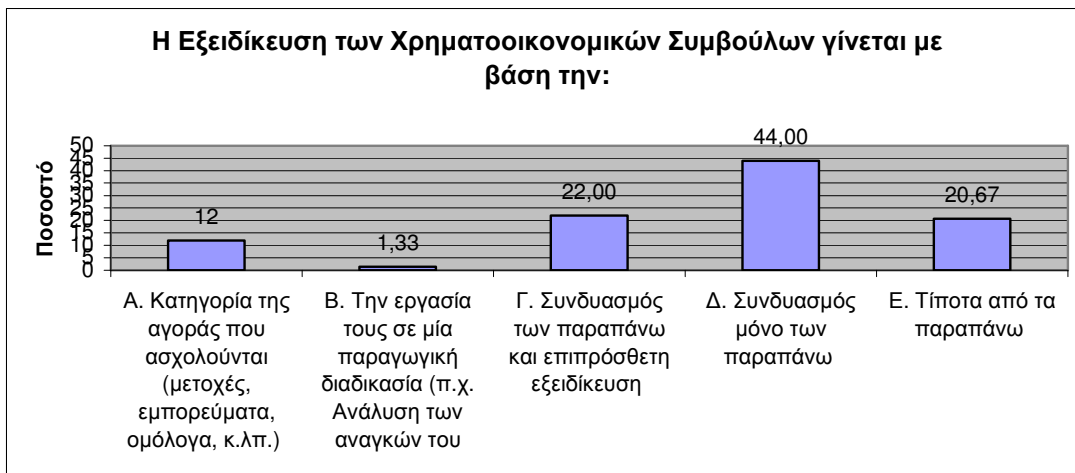
Ερώτηση 10^η : Οι Χρηματοοικονομικοί Σύμβουλοι της τράπεζας έχουν βαθμό εξειδίκευσης;			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Μεγάλο	15	0,1	10
B. Μέτριο	75	0,50	50,0
Γ. Μικρό	60	0,40	40,00
Σύνολο	150	1	100



Ερώτηση 11^η

Σκοπός της 11^{ης} ερώτησης ήταν να φανεί κατά πόσο η εξειδίκευση των επενδυτικών συμβούλων γίνεται με βάση μία αγορά με την οποία ασχολούνται ή με ένα στάδιο μιας τυποποιημένης «αλυσίδας παραγωγής» που έχει δημιουργηθεί προκειμένου να παρέχονται υπηρεσίες υψηλής εξειδίκευσης. Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας οι επενδυτικοί σύμβουλοι εξειδικεύονται με βάση την αγορά και με βάση συγκεκριμένων διεργασιών. Το γεγονός αυτό συμβαδίζει με τα αποτελέσματα της προηγούμενης ερώτησης που δείχνει τον χαμηλό βαθμό εξειδίκευσης των συμβούλων.

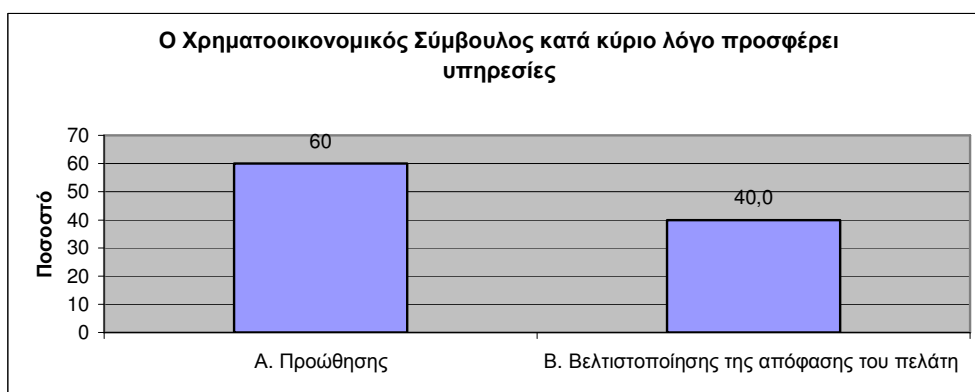
Ερώτηση 11 ^η : Η εξειδίκευση των χρηματοοικονομικών συμβούλων γίνεται με βάση την:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Κατηγορία της αγοράς που ασχολούνται (μετοχές, εμπορεύματα, ομόλογα, κ.λπ.)	18	0,12	12
B. Την εργασία τους σε μία παραγωγική διαδικασία (π.χ. Ανάλυση των αναγκών του πελάτη, εύρεση του προφίλ κινδύνου του πελάτη, τεκμηρίωση και υποβολή εκθέσεων).	2	0,01	1,33
Γ. Συνδυασμός των παραπάνω και επιπρόσθετη εξειδίκευση	33	0,22	22,00
Δ. Συνδυασμός μόνο των παραπάνω	66	0,44	44,00
Ε. Τίποτα από τα παραπάνω	31	0,21	20,67
Σύνολο	150	1	100



Ερώτηση 12^η

Η 12^η ερώτηση έγινε με σκοπό να φανεί κατά πόσο οι τραπεζικοί οργανισμοί στην Ελλάδα, ενδιαφέρονται για παροχή εξειδικευμένων επενδυτικών υπηρεσιών. Σύμφωνα με τη γνώμη των εργαζομένων ο κύριος ρόλος των τραπεζικών υπηρεσιών είναι η προώθηση προϊόντων παρά η παροχή υπηρεσιών συμβουλευτικής.

Ερώτηση 12 ^η : Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά κύριο λόγο προσφέρει υπηρεσίες:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Προώθησης	90	0,6	60
B. Βελτιστοποίησης της απόφασης του πελάτη	60	0,40	40
Σύνολο	150	1	100



Ερώτηση 13^η

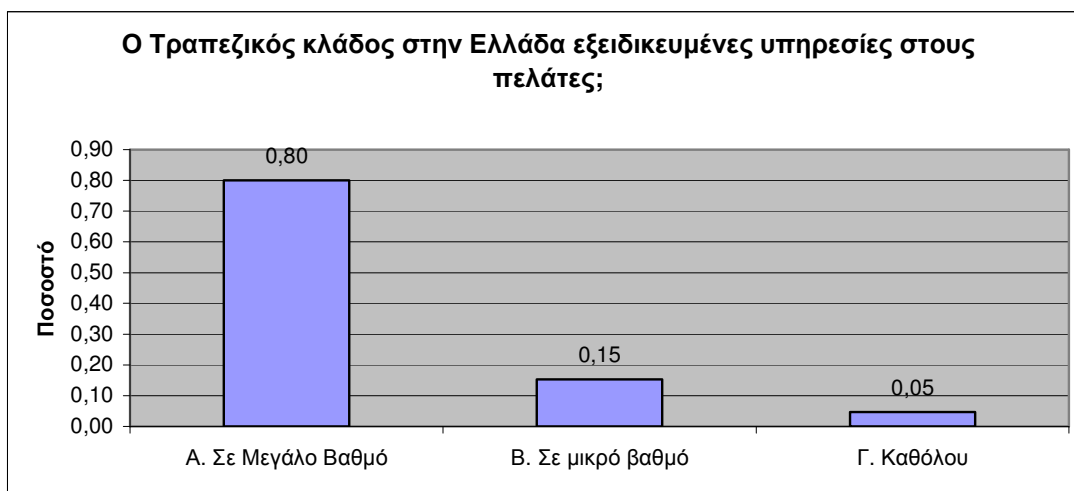
Η 13^η ερώτηση η οποία διατυπώθηκε ως εξής:

Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα προσφέρει εξειδικευμένες επενδυτικές υπηρεσίες στους πελάτες;

A. Σε μεγάλο βαθμό **B.** Σε μικρό βαθμό **Γ.** Καθόλου

σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνει ότι, οι εργαζόμενοι θεωρούν τις επενδυτικές τραπεζικές υπηρεσίες εξειδικευμένες σε μεγάλο βαθμό (ποσοστό 80%), παρά το γεγονός ότι θεωρούν τους συμβούλους χαμηλής και μέτρια εξειδίκευσης, όπως φαίνεται στις απαντήσεις σε προηγούμενες ερωτήσεις.

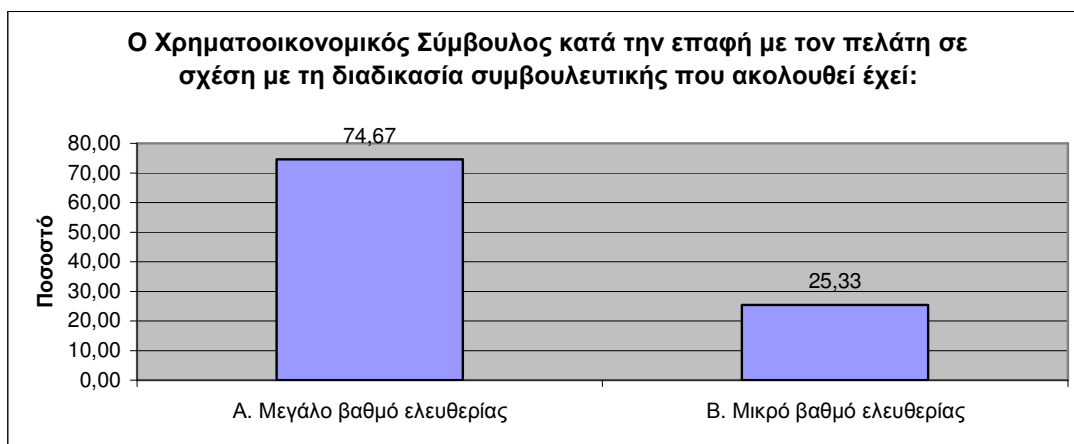
Ερώτηση 13 ^η : Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα προσφέρει εξειδικευμένες επενδυτικές υπηρεσίες στους πελάτες;			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Σε Μεγάλο Βαθμό	120	0,80	80
B. Σε μικρό βαθμό	23	0,15	15,33
Γ. Καθόλου	7	0,05	4,67
Σύνολο	150	1	100



Ερώτηση 14^η

Στη 14^η ερώτηση οι εργαζόμενοι κλήθηκαν να απαντήσουν σχετικά με το βαθμό ελευθερίας των χρηματοοικονομικών συμβούλων κατά τη διαδικασία συμβουλευτικής. Σύμφωνα με τις απαντήσεις που έδωσαν προκύπτει ένας μεγάλος βαθμός ελευθερίας.

Ερώτηση 14^η : Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά την επαφή με τον πελάτη σε σχέση με τη διαδικασία συμβουλευτικής που ακολουθεί έχει:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Μεγάλο βαθμό ελευθερίας	112	0,75	74,67
B. Μικρό βαθμό ελευθερίας	38	0,25	25,33
Σύνολο	150	1	100,00



Ερώτηση 15^η

Η 15^η ερώτηση διατυπώθηκε ως εξής:

Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά την επαφή με τον πελάτη σε σχέση με τη διαδικασία συμβουλευτικής που ακολουθεί βασίζεται σε έντυπα ερωτηματολόγια:

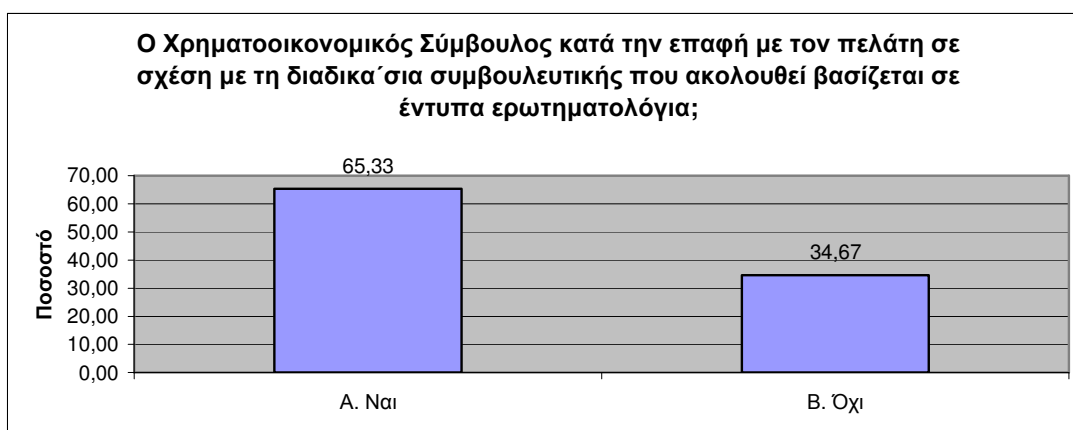
A. Ναι

B. Όχι

Όπως φαίνεται και από τα αποτελέσματα οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι βασίζονται σε έντυπα ερωτηματολόγια στις διαδικασίες συμβουλευτικής, γεγονός που δείχνει μία

τυποποίηση από την πλευρά των ιδρυμάτων και έναν περιορισμό ελευθερίας στους συμβούλους.

Ερώτηση 15^η : Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά την επαφή με τον πελάτη σε σχέση με τη διαδικασία συμβουλευτικής που ακολουθεί βασίζεται σε έντυπα ερωτηματολόγια:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Ναι	98	0,65	65,33
B. Όχι	52	0,35	34,67
Σύνολο	150	1	100,00



Ερώτηση 16^η

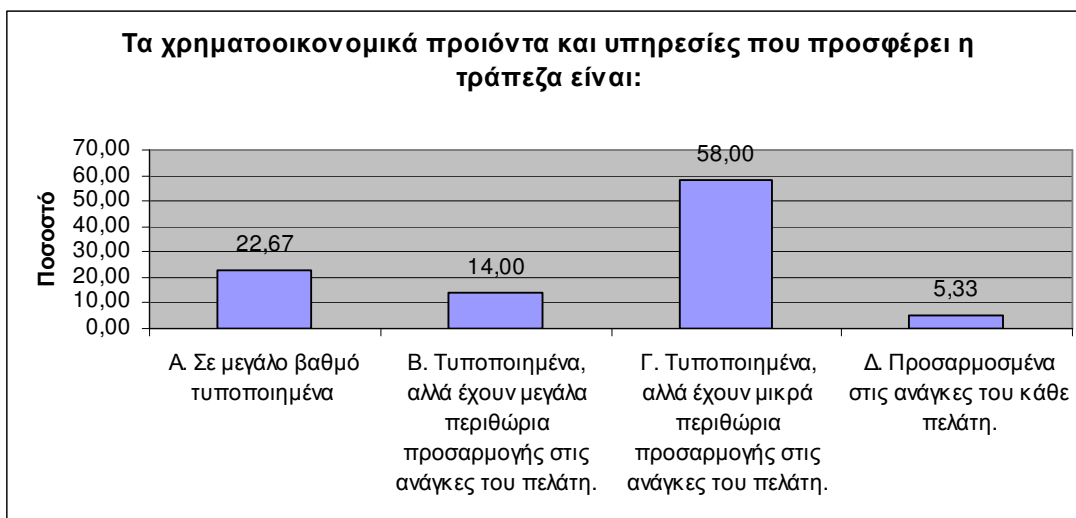
Η 16^η ερώτηση διατυπώθηκε ως εξής:

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες που προσφέρει η τράπεζα είναι:

- A.** Σε μεγάλο βαθμό τυποποιημένα
- B.** Τυποποιημένα, αλλά έχουν μεγάλα περιθώρια προσαρμογής στις ανάγκες του πελάτη.
- Γ.** Τυποποιημένα, αλλά έχουν μικρά περιθώρια προσαρμογής στις ανάγκες του πελάτη.
- Δ.** Προσαρμοσμένα στις ανάγκες του κάθε πελάτη.

Όπως φανερώνουν τα αποτελέσματα οι τραπεζικές υπηρεσίες είναι σε μεγάλο βαθμό τυποποιημένες καθώς τα περιθώρια προσαρμογής στον πελάτη είναι μικρά.

Ερώτηση 16^η : Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες που προσφέρει η τράπεζα είναι:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
Α. Σε μεγάλο βαθμό τυποποιημένα	34	0,23	22,67
Β. Τυποποιημένα, αλλά έχουν μεγάλα περιθώρια προσαρμογής στις ανάγκες του πελάτη.	21	0,14	14,00
Γ. Τυποποιημένα, αλλά έχουν μικρά περιθώρια προσαρμογής στις ανάγκες του πελάτη.	87	0,58	58,00
Δ. Προσαρμοσμένα στις ανάγκες του κάθε πελάτη.	8	0,05	5,33
Σύνολο	150	1,00	100,00



Ερώτηση 17^η

Η 17^η ερώτηση διατυπώθηκε ως εξής:

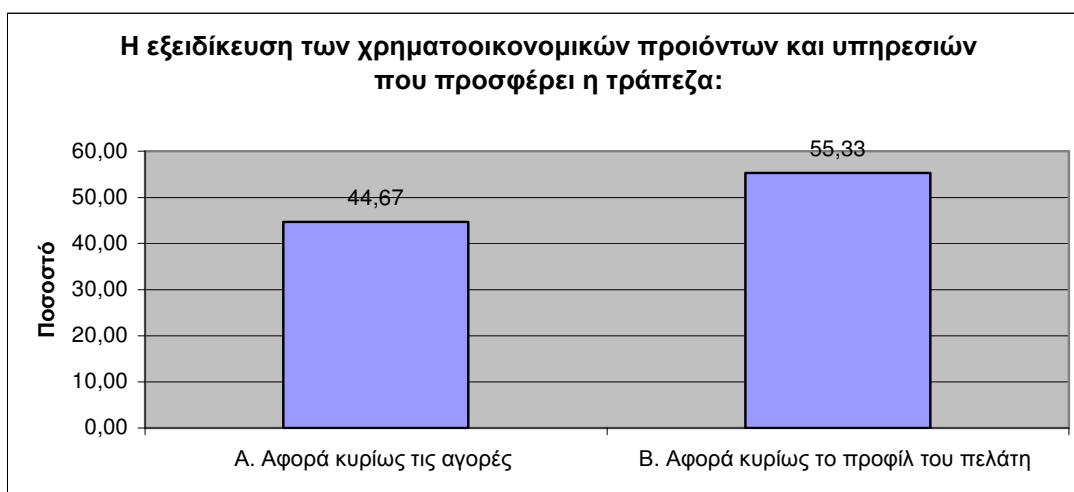
Η εξειδίκευσή των χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει η τράπεζα:

Α. Αφορά κυρίως τις αγορές

Β. Αφορά κυρίως το προφίλ του πελάτη

Τα αποτελέσματα από αυτή την ερώτηση είναι μοιρασμένα γεγονός που δε βοηθά στην εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την εξειδίκευση των υπηρεσιών που προσφέρει η τράπεζα.

Ερώτηση 17^η : Η εξειδίκευση των χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει η τράπεζα:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Αφορά κυρίως τις αγορές	67	0,45	44,67
B. Αφορά κυρίως το προφίλ του πελάτη	83	0,55	55,33
Σύνολο	150	1,00	100,00



Ερώτηση 18^η

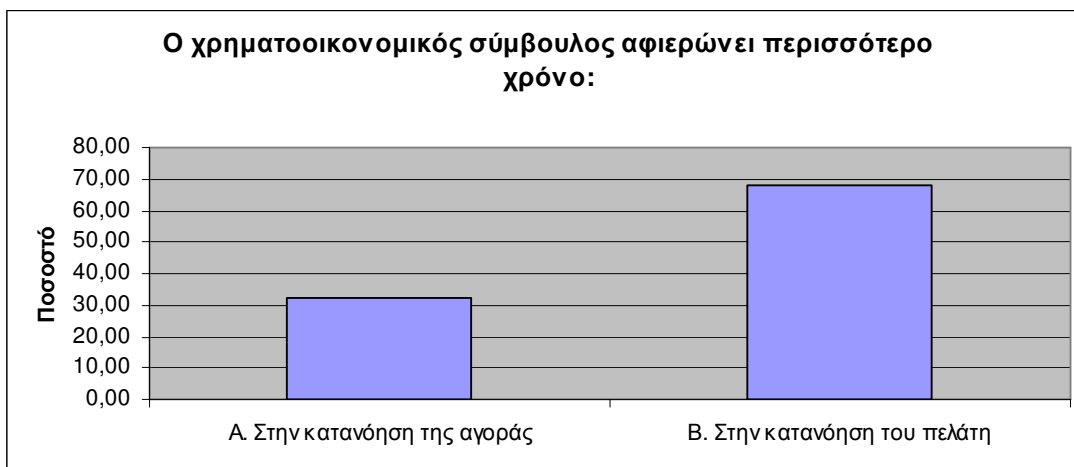
Η 18^η ερώτηση διατυπώθηκε ως εξής:

Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος αφιερώνει περισσότερο χρόνο:

- A.** Στην κατανόηση της αγοράς, **B.** Στην κατανόηση του πελάτη

Όπως φαίνεται από τις απαντήσεις των εργαζομένων ο περισσότερος χρόνος των χρηματοοικονομικών συμβούλων αφιερώνεται στον πελάτη, γεγονός που επιτρέπει μεγαλύτερη εξειδίκευση υπηρεσιών.

Ερώτηση 18^η : Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος αφιερώνει περισσότερο χρόνο:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
A. Στην κατανόηση της αγοράς	48	0,32	32,00
B. Στην κατανόηση του πελάτη	102	0,68	68,00
Σύνολο	150	1,00	100,00



Ερώτηση 19^η

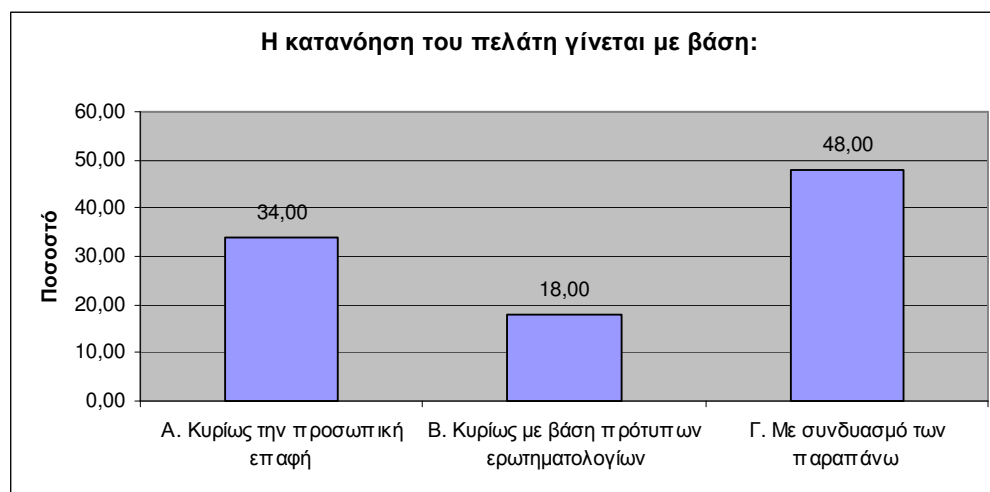
Η 19^η ερώτηση διατυπώθηκε ως εξής:

Η κατανόηση του πελάτη γίνεται με βάση

- A.** Κυρίως την προσωπική επαφή
- B.** Κυρίως με βάση πρότυπων ερωτηματολογίων
- Γ.** Με συνδυασμό των παραπάνω

Από τις απαντήσεις στην ερώτηση αυτή προκύπτει ότι η κατανόηση του πελάτη και των προτιμήσεων του γίνεται με κυρίως με ανάπτυξη προσωπικών σχέσεων και τη συνδρομή ερωτηματολογίου.

Ερώτηση 19 ^η : Η κατανόηση του πελάτη γίνεται με βάση:			
	Συχνότητες	Σχετικές Συχνότητες	Ποσοστό
Α. Κυρίως την προσωπική επαφή	51	0,34	34,00
Β. Κυρίως με βάση πρότυπων ερωτηματολογίων	27	0,18	18,00
Γ. Με συνδυασμό των παραπάνω	72	0,48	48,00
Σύνολο	150	1,00	100,00



5.7. Συμπέρασμα

Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας μέσω του ερωτηματολογίου μπορούμε να εξάγουμε τα παρακάτω συμπεράσματα:

Πρώτον: Οι εργαζόμενοι στις τράπεζες οι οποίοι είναι κατά κύριο λόγο κάτοχοι πτυχίου με οικονομικό προσανατολισμό, θεωρούν με βάση την εμπειρία τους ότι οι πελάτες υποπίπτουν σε μεροληπτικές συμπεριφορές και δε λαμβάνουν ιδανικές αποφάσεις όπως επιτάσσει η νεοκλασική οικονομική θεωρία, όπως διδάσκεται στα εγχειρίδια οικονομικής των Α.Ε.Ι. και Τ.Ε.Ι.. Το γεγονός αυτό συμπίπτει με τις εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει

από την αρχή της υιοθέτησης της υπόθεσης της ορθολογικής συμπεριφοράς, που όπως φαίνεται εμπεριέχει σφάλματα.

Ως εκ τούτου ο ρόλος των τραπεζικών οργανισμών θα πρέπει να είναι υποστηρικτικός και να προσθέτει αξία στις διαμεσολαβητικές υπηρεσίες που παρέχει, ώστε να αμβλύνει τα επενδυτικά σφάλματα και να οδηγεί σε όσο το δυνατόν ορθολογικές αποφάσεις έτσι ώστε να προωθείται και η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς.

Δεύτερον: Οι εργαζόμενοι αν και είναι κατά κύριο λόγο απόφοιτοι ανώτατων και ανώτερων σχολών και κάτοχοι μεταπτυχιακών, δε γνωρίζουν το πεδίο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, πράγμα που δείχνει ότι η έρευνα σε αυτό το πεδίο δεν είναι ιδιαίτερα γνωστή.

Τρίτον: Οι τράπεζες δεν προσφέρουν εξειδικευμένες υπηρεσίες, αφού ο καταμερισμός της εργασίας είναι περιορισμένος. Συνήθως ένας μόνο σύμβουλος είναι επιφορτισμένος με την ανάλυση της αγοράς, την ανάλυση των αναγκών του πελάτη, τη δημιουργία του προφίλ του πελάτη, την υποβολή εκθέσεων κ.α.. Πέρα από αυτό οι τράπεζες δημιουργούν τυποποιημένα προϊόντα και σκοπός τους γίνεται η προώθησή αυτών των προϊόντων, με αποτέλεσμα ο σύμβουλος να μετατρέπεται σε υπάλληλο προώθησης.

Τέταρτον: Τα τραπεζικά ιδρύματα της χώρας κατά την παροχή συμβουλευτικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών χρησιμοποιούν έντυπα ερωτηματολόγια, γεγονός που βοηθά στον περιορισμό σφαλμάτων, καθώς γίνεται καλύτερη ανάλυση των αναγκών και διαμορφώνεται πιο αξιόπιστα και ολοκληρωμένα το προφίλ του πελάτη.

Τέταρτον: Ο βαθμός ελευθερίας των επενδυτικών συμβούλων είναι μεγάλος, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε υποκειμενικές κρίσεις και προτάσεις από μέρος του συμβούλου. Αυτό γιατί οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι αναπτύσσουν και αυτοί υποκειμενικές κρίσεις. Αλλά πέρα από αυτό, μια εξειδικευμένη υπηρεσία πρέπει να εστιάζει κυρίως στις ανάγκες του πελάτη. Και αυτό γιατί, δεν υπάρχουν ιδανικές επενδυτικές ευκαιρίες που να ταιριάζουν στο προφίλ του κάθε πελάτη. Πρέπει να υπάρχει ισορροπία ανάμεσα στις ευκαιρίες της αγοράς και του προφίλ του πελάτη.

Πέμπτον: Οι τράπεζες δίνουν μεγαλύτερη βάση στον κεντρικό σχεδιασμό (διαμόρφωση ερωτηματολογίων και σχεδίαση επενδυτικών προϊόντων) και μικρότερη στην εξειδίκευση των εργαζομένων και τις τελικές υπηρεσίες που παρέχουν.

Γενικά μπορούμε να πούμε ότι τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα δεν ακολουθούν μία δομημένη διαδικασία διαχείρισης περιουσίας που να ενσωματώνει χρηματοοικονομικές

προτάσεις που βασίζονται στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, όπως περιγράφεται στο τέταρτο κεφάλαιο. Επίσης, η προσέγγισή τους απέναντι στον πελάτη μπορεί να θεωρηθεί ως παραδοσιακή, δηλαδή προσέγγιση που δε λαμβάνει υπόψη σε μεγάλο βαθμό τις μη ορθολογικές συμπεριφορές. Από την άλλη πλευρά οι διαδικασίες που ακολουθούν είναι σε μεγάλο βαθμό τυποποιημένες πράγμα που δίνει τη δυνατότητα να ενσωματώνουν τις νέες τάσεις τις τραπεζικής τουλάχιστον σε κεντρικό επίπεδο.

5.8. Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Πρόσφατα, το ερευνητικό πεδίο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής ένωσε τις δυνάμεις του με τη νευρολογία με σκοπό να ενταχθεί σε αυτό που αποκαλείται σήμερα «νευρο-χρηματοοικονομική». Η έρευνα στα νευρο - χρηματοοικονομικά έχει βάλει τις νευρολογικές βάσεις της θεωρίας των αποφάσεων. Συγκεκριμένα, προσπαθεί να ανιχνεύσει τις συμπεριφορικές προκαταλήψεις οι οποίες μπορούν να αντιμετωπιστούν με συμβουλές και οι οποίες είναι «συρματωμένες» στον εγκέφαλό μας.

Οι πτυχές της τραπεζικής διοίκησης οι οποίες παρουσιάστηκαν σε αυτή την εργασία μπορούν να εξελιχθούν περαιτέρω με την επέκταση των χαρακτηριστικών της διαχείρισης πλούτου. Ένα από τα σημαντικά μειονεκτήματα σήμερα για την εφαρμογή εξατομικευμένης τραπεζικής υποστήριξης στους πελάτες είναι το υψηλό κόστος. Και βέβαια το χαρακτηριστικό αυτό σε συνδυασμό με το ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική βρίσκεται ακόμη σε στάδια ανάπτυξης δυσχεραίνουν ακόμη περισσότερο την παροχή υπηρεσιών διαχείρισης περιουσίας όπως περιγράφεται στο 4^ο κεφάλαιο της εργασίας. Μία λύση στο πρόβλημα αυτό θα μπορούσε να δοθεί μέσω μιας αυστηρής τυποποίησης τραπεζικών διεργασιών.

Ένα από τα αποτελέσματα της τυποποίησης της διαχείρισης πλούτου, που είναι δυνατή μέσω της εφαρμογής τραπεζικών διεργασιών είναι ότι το κόστος παροχής συμβουλών μπορεί να μειωθεί, έτσι ώστε οι τράπεζες να μπορούν να απευθυνθούν με τέτοιες υπηρεσίες σε μεγαλύτερο εύρος πελατών (και σε πελάτες οι οποίοι δεν είναι πλούσιοι).

Επομένως η διαχείριση πλούτου, θα πρέπει στο μέλλον να βασίζεται σε πιο εξελιγμένα εργαλεία, κάτι το οποίο δεν πρέπει να θεωρείται μόνο ως οικονομικός στόχος. Θα είναι επίσης μια υπηρεσία για τις μελλοντικές γενιές, το περιβάλλον, και την επιβίωση της ανθρωπότητας σε αυτόν τον πλανήτη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

- **Αλεξιάκης, Χ. , Ξανθάκης, Μ.** (2008), «Συμπεριφορική χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης.
- **Αλεξιάκης, Χ.** (2003), Χρηματιστήριο το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης. Εκδόσεις Κριτική.
- **Ι.Λαζαρίδης, Δ.Παπαδόπουλος,** (2005) Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Τεύχος Α, Β έκδοση, Θεσσαλονίκη.
- **Σπύρου, Σ.** (2009), «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.
- **Χ. Πιτέλης,** «Οικονομικοί Θεσμοί Διεθνής Ανταγωνιστικότητα και Οικονομική Πολιτική», Εκδόσεις Τυπωθήτω, 2004, σελ. 9-62, 133-188
- **Βαρουφάκης Γ.** (2007), «Πολιτική Οικονομία, Η οικονομική θεωρία στο φως της κριτικής», Εκδόσεις Gutenberg, σελ. 23 – 110.
- **Nonaka Ikujiro, Takeuchi Hirotaka,** Η επιχείρηση της γνώσης, Εκδόσεις Καστανιώτη, 1995.

Ξένη Βιβλιογραφία

- **Anderson, E., Ghysels E., Juergens J.** (2005), “Do heterogeneous beliefs mater for asset pricing?”, The Review of Financial Studies, Volume 18, Number 3, 2005 , pp. 875-924.
- **Baltussen, G.** (2009), “Behavioral Finance: An introduction”, Working Paper Series.
- **Barber, B.M. and Odean, T.** (2002), “All that glitters: The effect of attention and news on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors”, Working Paper (University of California, Berkeley, CA) .
- **Barberis, N., Huang, M. and Santos, T.** (2001), “Prospect theory and asset prices”, National Bureau of Economic Research, vol.141, pp.1-53.
- **Bernard, V.L. and Thomas, J.K.** (1990),”Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings”, Journal of Accounting and Economics, vol.13, pp.305-340.
- **Bernoulli, D.** (1954), «Exposition of a New theory of Measurement of Risk», Econometrica, vol.22:1, pp. 23-36.

- **C. Shapiro & H. Varian**, (1998) *Information Rules: A Strategic Guide to the Network Economy*, Harvard Business School Press.
- **Charles Mackay** (1841) «Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds»
- **De Bond, W.F.M. and Thaler, R.H.** (1995), “Financial Decision-Making in Markets and firms: A Behavioral Perspective”, R.Jarrows et al., eds, *Handbooks in OR &MS*, Elsevier Science B.V.
- **Fama, E.F.** (1965), «The behavior of the stock market prices», *Journal of Business*, vol.38, pp.34-105.
- **Fama, E.F.** (1970), «Efficient Capital Markets», A review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, vol.25, pp. 383-417.
- **Festinger, Leon, Henry W. Riecken, and Stanley Schachter**, (1956). *When Prophecy Fails*. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- **Fuller, R. J.** (1998). “Behavioral Finance and the Sources of Alpha.” *Journal of Pension Plan Investing*, 2.
- **Juglar, C.** (1993). *Brief History of Panics in the United States*, 3rd edition. Burlington, Vermont: Fraser Publishing Company
- **Kahneman, D. and Tversky, A.** (1972), «Subjective probability: A judgment of representativeness», *Cognitive Psychology*, vol.3, pp.430-451.
- **Kahneman, D. and Tversky, A.** (1973), «On the psychology of prediction», *Psychological Review*, vol.80:4, pp. 237-251.
- **Kahneman, D. and Tversky, A.** (1979), «Prospect theory: an analysis of decision under risk», *Econometrica*, vol.47:2, pp.263-292.
- **Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A.** (1982), «Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases», New York: Cambridge University Press.
- **Kahneman, D., Knetsch, J.L. and Thaler, R.H.** (1990), «Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem», *Journal of Political Economy*, vol.98, pp.1325-1348
- **Kahneman, D. and Tversky, A.** (1996), «On the reality of cognitive illusions», *Psychological Review*, vol.103, pp.592-596.
- **Kahneman, D. and Tversky, A. (Eds.)** (2000), «Choices, values and frames», New York: Cambridge University Press.

- **Kahneman, D.** (2003), «A perspective on judgment and choice: Mapping bounded rationality», *American Psychologist*, vol.58, pp.697-720.
- **Modigliani, F. and Miller, M.** (1958), «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol.48, pp.261-297.
- **Nagel Rosemarie** (1995) *Unraveling in Guessing Games: An Experimental Study* Rosemarie» *American Economic Review*, volume 85, issue 5, 1313 - 1326
- **Neuman von and Morgenstein** (1944), «Theory of Games and Economic Behavior», Princeton University Press.
- **le Bon, Gustave**, (1896). *The Crowd: A Study of the Popular Mind*. London: T. Fisher Unwin.
- **Selden, G. C.**, (1912). *Psychology of the Stock Market: Human Impulses Lead To Speculative Disasters*. New York: Ticker Publishing.
- **Simon H.**, (1997) *Administrative Behavior*, 4th Edition.
- **Simon A. Herbert** «A Behavioral Model of Rational Choice», *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 69, No. 1. (Feb., 1955), pp. 99-118.
- **Shefrin, Hersh** (2000). *Beyond Greed and Fear*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- **Statman, M.** (1995). “Behavioral Finance vs. Standard Finance.” *Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management*. Charlottesville, VA: AIMR: 14-22.
- **Snyder G.**, (1960) «Deterrence and Power», *Journal of Conflict Resolution*.
- **Toda M.**, (1980) «Emotion and Decision Making», *Acta Psychologica*, 45
- **Tversky, A. and Kahneman, D.** (1973), «Availability: A heuristic for judging frequency and probability», *Cognitive Psychology*, vol.5, pp.207-232.
- **Tversky A. and Kahneman D.** (1981), «The framing of Decisions and the Psychology of Choice», *Science*, vol.28, pp.1-39.
- **Tversky, A. and Kahneman, D.** (1991), «Loss Aversion in riskless choice: A reference dependent model», *Quarterly Journal of Economics*.
- **Tversky, A. and Kahneman, D.** (1992) «Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty», **Journal of Risk and Uncertainty** , 5: 297-323
- **Thaler, R. Editor.** (1993). «Advances in Behavioral Finance». New York, NY: Russell Sage Foundation.
- **Thaler, R. and Shefrin, H.** (1981), «An economic theory of self control», *Journal of Political Economy*, 89 (2), pp 392-410.

- **Thorsten H., Kremena B.**, (2008), «Behavioural finance for private banking» Εκδόσεις Wiley.
- **Venkatesh. B.**, (2002), «what is Loss Aversion? » Business Line, Sunday, Dec. 2001
- **Victor Ricciardi and Helen K. Simon** (2000) «What is Behavioral Finance?» Business, Education & Technology Journal, Vol. 2, No. 2, pp. 1-9.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Για τους αποδέκτες του ερωτηματολογίου.

Αγαπητοί συνάδελφοι,

το ερωτηματολόγιο αυτό δημιουργήθηκε στα πλαίσια της διπλωματικής μου εργασίας «ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (BEHAVIORAL FINANCE) – ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ» υπό την επίβλεψη του καθηγητή κ. Ιωάννη Λαζαρίδη.

Σκοπός της έρευνας είναι εξετάζοντας τον σχετικά νέο, αλλά ραγδαία εξελισσόμενο επιστημονικό κλάδο της «Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής», να προσφέρει επεξηγήσεις για πολλά φαινόμενα που απασχολούν το ακαδημαϊκό κοινό, τους επενδυτές, αλλά και τους ιθύνοντες χάραξης πολιτικών, προσεγγίζοντας και δίνοντας έμφαση κυρίως τον τραπεζικό κλάδο. Η αναγκαιότητα και η σπουδαιότητα της έρευνας του συγκεκριμένου θέματος έγκειται στο να παρουσιάσει τα διανοητικά και συναισθηματικά σφάλματα των επενδυτών που παρεμβαίνουν στην ορθή διανοητική διαδικασία και να αναδείξει προτάσεις αντιμετώπισής τους. Η έρευνα αυτή έρχεται να καλύψει το χάσμα που διαφαίνεται μεταξύ θεωρίας και πράξης, καθώς μέσα από αυτήν διαπιστώνεται ότι η ψυχολογία επηρεάζει σε πολύ σημαντικό βαθμό τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων, αφήνοντας τα οικονομικά και επενδυτικά κριτήρια των επενδυτών σε δεύτερο ρόλο.

Σας ευχαριστώ θερμά που διαθέτετε τον πολύτιμο χρόνο σας συμβάλλοντας στην πραγματοποίηση της έρευνας αυτής.

Με εκτίμηση,

Σωτηρία Παπαδοπούλου

Σας παρακαλώ να απαντήσετε με ακρίβεια στα επόμενα ερωτήματα.

Τα ερωτηματολόγια είναι *αυστηρώς ανώνυμα* και τα στοιχεία που θα συλλεγθούν θα χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά και μόνο για την επεξεργασία των κοινωνικών και οικονομικών παραμέτρων.

Δημογραφικά στοιχεία

1. Φύλο

- Άντρας
- Γυναίκα

2. Ηλικία

- 18 - 24
- 25 - 34
- 35 - 44
- 45 - 56
- 56 +

3. Εκπαίδευση

- Απολυτήριο Λυκείου
- Επαγγελματική Σχολή / ΙΕΚ
- Πτυχίο (Τ.Ε.Ι/Α.Ε.Ι.)
- Μεταπτυχιακές σπουδές
- Κάτοχος Διδακτορικού
- Άλλο

4. Ποια είναι η κύρια ασχολία σας στην τράπεζα ;

Σχετικά με την Χρηματοοικονομική Συμπεριφορική

5. Οι πελάτες συμπεριφέρονται ορθολογικά;
Α. Πάντα Β. Μερικές φορές Γ. Σπάνια Δ. Καθόλου
6. Σας είναι γνωστός ο όρος Behavioral Finance ή Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική;
Α. Γνωρίζω Β. Έχω ακούσει Γ. Καθόλου
7. Έχετε ακούσει για κάποιον από τους παρακάτω όρους;
- | | | | |
|--|--------|---------|------------|
| Α. Πλαισίωση (Framing) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Β. Υπέρ - αυτοπεποίθηση (Overconfidence) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Γ. Συντηρητισμός (Conservatism) / | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Δ. Νοητική Λογιστική (Mental accounting) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Ε. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
| Στ. Αγκίστρωση (Anchoring) | α. Ναι | β. Λίγο | γ. Καθόλου |
8. Στην επενδυτική συμπεριφορά των πελατών παρατηρείται κάποια συστηματικά σφάλματα;
Α. Πάντα Β. Μερικές φορές Γ. Σπάνια Δ. Καθόλου
9. Ο χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι της τράπεζας έχουν βαθμό εξειδίκευσης:
Α. Μεγάλο Β. Μέτριο Γ. Μικρό
10. Η εξειδίκευση των χρηματοοικονομικών συμβούλων γίνεται με βάση την:
Α. Κατηγορία της αγοράς που ασχολούνται (μετοχές, εμπορεύματα, ομόλογα, κ.λπ.)
Β. Την εργασία τους σε μία παραγωγική διαδικασία (π.χ. Ανάλυση των αναγκών του πελάτη, εύρεση του προφίλ κινδύνου του πελάτη, τεκμηρίωση και υποβολή εκθέσεων).
Γ. Συνδυασμός των παραπάνω και επιπρόσθετη εξειδίκευση
Δ. Συνδυασμός μόνο των παραπάνω
Ε. Τίποτα από τα παραπάνω
11. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά κύριο λόγο προσφέρει υπηρεσίες:
Α. Προώθησης Β. Βελτιστοποίησης της απόφασης του πελάτη

12. Ο τραπεζικός κλάδος στην Ελλάδα προσφέρει εξειδικευμένες επενδυτικές υπηρεσίες στους πελάτες;
- A. Σε μεγάλο βαθμό B. Σε μικρό βαθμό Γ. Καθόλου
13. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά την επαφή με τον πελάτη σε σχέση με τη διαδικασία συμβουλευτικής που ακολουθεί έχει:
- A. Μεγάλο βαθμό ελευθερίας B. Μικρό βαθμό ελευθερίας
14. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος κατά την επαφή με τον πελάτη σε σχέση με τη διαδικασία συμβουλευτικής που ακολουθεί βασίζεται σε έντυπα ερωτηματολόγια:
- A. Ναι B. Όχι
15. Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες που προσφέρει η τράπεζα είναι:
- A. Σε μεγάλο βαθμό τυποποιημένα
- B. Τυποποιημένα, αλλά έχουν μεγάλα περιθώρια προσαρμογής στις ανάγκες του πελάτη.
- Γ. Τυποποιημένα, αλλά έχουν μικρά περιθώρια προσαρμογής στις ανάγκες του πελάτη.
- Δ. Προσαρμοσμένα στις ανάγκες του κάθε πελάτη.
16. Η εξειδίκευσή των χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει η τράπεζα:
- A. Αφορά κυρίως τις αγορές
- B. Αφορά κυρίως το προφίλ του πελάτη
17. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος αφιερώνει περισσότερο χρόνο:
- A. Στην κατανόηση της αγοράς, B. Στην κατανόηση του πελάτη
18. Η κατανόηση του πελάτη γίνεται με βάση
- A. Κυρίως την προσωπική επαφή
- B. Κυρίως με βάση πρότυπων ερωτηματολογίων
- Γ. Με συνδυασμό των παραπάνω