



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

Τμήμα Λογιστικής

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Φοιτητής: Λάμπας Γεώργιος

Εισηγητής: κ. Γαβριλάκης Νεκτάριος

Σεπτέμβριος 2012

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	4
Κίνητρο εργασίας.....	4
Σκοπός εργασίας.....	4
Μεθολογία εργασίας.....	5

Κεφάλαιο 1 Η έννοια και η μέτρηση του κινδύνου

1.1 Η έννοια του κινδύνου.....	9
1.2 Είδη κινδύνου.....	12
1.3 Διαχείριση κινδύνου.....	14

Κεφάλαιο 2 Ελαχιστοποίηση κινδύνου και διαφοροποίησης

2.1 Μέθοδοι Ελαχιστοποίησης κινδύνου.....	18
2.1.1 Η μέθοδος εκτίμησης της δυναμικής ζημίας (Value-at-risk).....	18
2.1.2 Ανάλυση ευαισθησίας.....	19
2.1.3 Η μέθοδος ιστορικής προσομοίωσης.....	20
2.1.4 Η μέθοδος Monte Carlo	22
2.1.5 Η τεχνική της αξιολόγησης και αναθεώρησης επενδυτικών προγραμμάτων (PERT).....	23
2.2. Η διαφοροποίηση (diversification)	24

Κεφάλαιο 3 Αποτελεσματική αγορά και υποθέσεις

3.1 Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.....	27
3.2 Υποθέσεις.....	28

Κεφαλαίο 4 Θεωρητικά υποδείγματα της συμπεριφορικής

χρηματοοικονομικής	
4.1 Γενικές έννοιες συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.....	30
4.2 θεωρητικά υποδείγματα.....	30
4.2.1 Πεπιοθήσεις.....	32
4.2.2 Αντιπροσωπευτικότητα	32
4.2.3 Συντηρητισμός.....	33
4.2.4 Προσκόλληση – Αγκίστρωση.....	33
4.2.5 Μεροληψία διαθεσιμότητας.....	34
4.2.6 Το λάθος του Τζογαδόρου.....	34
4.2.7 Η συμπεριφορά της Αγέλης.....	35
4.2.8 Αισιοδοξία/θετική σκέψη.....	35
4.2.9 Προσκόλληση στις πεπιοθήσεις.....	36

Κεφάλαιο 5 Λήψη οικονομικών αποφάσεων και συμπεριφορική χρηματοοικονομική εν μέσω κρίσης	
5.1 Η οικονομική.....	37
5.2 Λήψη οικονομικών αποφάσεων με τη βοήθεια της συμπεριφορικής.....	38
Κεφάλαιο 6 Σύνοψη και συμπεράσματα	
6.1 Σύνοψη.....	45
6.2 Συμπεράσματα.....	45
Βιβλιογραφία	47

Εισαγωγή

Κίνητρο εργασίας

Οποιοσδήποτε επενδυτής επιθυμεί να αποκομίσει κέρδος από κάποια επένδυσή του, δέχεται μια σειρά από επιδράσεις, ορισμένες από τις οποίες είναι εξωγενείς ενώ άλλες ενδογενείς, οι οποίες και τον ωθούν ή τον απωθούν από την πραγματοποίηση μίας επένδυσης. Ειδικά δε σε περιόδους κρίσης όπως αυτή που διανύουμε στην Ελλάδα σήμερα, οι επιδράσεις αυτές καθίστανται πολυποίκιλες, ενώ συνήθως δρουν αποτρεπτικά για τη μεγάλη πλειονότητα των επενδυτών.

Ο κλάδος της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μελετά τον τρόπο με τον οποίο διάφοροι παράγοντες επιδρούν στην ιδιοσυγκρασία ενός επενδυτή όσον αφορά τον τρόπο που δρα πραγματοποιώντας τις επενδύσεις του.

Με βάση τα ανωτέρω, είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον να μελετηθεί πώς η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει τους τρόπους με τους οποίους λαμβάνουν αποφάσεις οι επενδυτές εν μέσω δύσκολων καταστάσεων. Αυτό αποτελεί και το βασικό κίνητρο για την παρούσα εργασία.

Σκοπός εργασίας

Στους παραπάνω άξονες θα κινηθεί η παρούσα εργασία, η οποία διαθέτει ως βασικό της στόχο να εξετάσει τις βασικές αρχές και παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, κυρίως ως προς τους παράγοντες εκείνους που οδηγούν τον επενδυτή στη λήψη αποφάσεων εν μέσω δύσκολων συνθηκών.

Μεθοδολογία εργασίας

Η επιστημονική έρευνα διαρκώς εξελίσσεται όσο εξελίσσονται οι επιστήμες και η τεχνολογία. Οι καταναλωτικές συνήθειες αλλάζουν και ανάλογα οι επιχειρήσεις αναζητούν τρόπους με τους οποίους μπορούν να διατηρούν τα προϊόντα τους ανταγωνιστικά.

Το συγκριτικό πλεονέκτημα των επιχειρήσεων πλέον, δεν είναι στον τομέα της μεγιστοποίησης της ποσότητας και του χαμηλού κόστους παραγωγής αλλά στη εξεύρεση τρόπων διάθεσης/απορρόφησης των προϊόντων από τους καταναλωτές. Οι επιχειρήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο λόγω της υπερπροσφοράς προϊόντων, του ισχυρού ανταγωνισμού και της μεγάλης απόστασης από τους τελικούς καταναλωτές αναζητούν τρόπους παραγωγής νέων προϊόντων με επίκεντρο την ικανοποίηση των αναγκών του πελάτη.

Σε αυτή τη νέα φιλοσοφία, η έρευνα αποκτά ουσιαστικό ρόλο καθώς οι πληροφορίες που συλλέγονται από το περιβάλλον των επιχειρήσεων, χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των αναγκών των πελατών. Οι επιχειρηματίες στο νέο περιβάλλον που δημιουργήθηκε, χρειάζονται πληροφορίες για τις επιθυμίες των καταναλωτών, την ένταση τους, τις αντιλήψεις και τα πιστεύω τους, τον τρόπο ικανοποίησής τους, τη συχνότητα μεταβολής τους, την μορφή της αγοράς κ.λ.π.

Σε γενικές γραμμές, σκοπός της έρευνας είναι η διευκόλυνση της κατανόησης των φαινομένων, η πρόβλεψή τους και η δυνατότητα για τον έλεγχό τους. Σύμφωνα με τον Moully (1970) [3] έρευνα είναι μια διαδικασία που οδηγεί μέσα από προγραμματισμένη συστηματική συλλογή, ανάλυση κι ερμηνεία δεδομένων, στην αξιόπιστη λύση προβλημάτων.

Επιπλέον, κατά τον Kerlinger (1986) [2] επιστημονική έρευνα είναι η συστηματική, ελεγχόμενη, εμπειρική και κριτική μελέτη υποθετικών προτάσεων, που αναφέρονται στις υποτιθέμενες σχέσεις μεταξύ φυσικών φαινομένων.

[2] Kerlinger, F. (1979), Foundations of Behavioral Research, New York.

[3] Moully, G.J. (1970), The Science of Educational Research, New York, Nostrand

Τέλος, με τον όρο μεθοδολογία εννοούμε το σύνολο των διαδικασιών και των μεθόδων που μπορούν να εφαρμοστούν από έναν ειδικό, ώστε να πραγματοποιηθεί μια ερευνητική διαδικασία. Σε αυτήν την ερευνητική διαδικασία χρησιμοποιούνται σωστά ορθολογικές τεχνικές και διαδικασίες, οι οποίες είναι συνδυασμένες για τη διερεύνηση ενός προβλήματος που υφίσταται στο σύνολό του.

Για τις ανάγκες της παρούσης διατριβής, για την διενέργεια της έρευνας ακολουθήθηκε μια συγκεκριμένη μεθοδολογία και η οποία παρουσιάζεται παρακάτω αναλυτικότερα. Άλλωστε είναι ακαδημαϊκά παραδεκτό ότι ο βαθμός στον οποίο, μια επιστημονική έρευνα θα είναι επιτυχής, εξαρτάται κατά κύριο λόγο από τον τρόπο, με τον οποίο ο ερευνητής αντιλαμβάνεται την έννοια της μεθοδολογίας της έρευνας.

Έτσι, το γενικό πλαίσιο μιας έρευνας περιλαμβάνει τη συλλογή δευτερογενών δεδομένων, ήτοι δεδομένων που έχουν «δημιουργηθεί» από κάποιον άλλον πλην του ερευνητή, χαρακτηριστικό παράδειγμα των οποίων είναι η βιβλιογραφία, καθώς και πιθανόν και από τη συλλογή πρωτογενών δεδομένων, ήτοι δεδομένων που έχουν «δημιουργηθεί» από τον ερευνητή, χαρακτηριστικό παράδειγμα των οποίων είναι οι συνεντεύξεις, αλλά και η συμπλήρωση προκατασκευασμένων ερωτηματολογίων.

Σε γενικές γραμμές, η δευτερογενής έρευνα, ασχολείται με την συλλογή πληροφοριών που έχουν συγκεντρωθεί από κάποιον άλλο εκτός του ερευνητή και για κάποιο άλλο σκοπό, οι οποίες όμως είναι απόλυτα απαραίτητες για κάθε έρευνα [1].

Με την έρευνα αυτή αρχίζει ουσιαστικά η συλλογή των πρώτων πληροφοριών που είναι απαραίτητες για την διεξαγωγή της πρωτογενούς έρευνας. Οι πληροφορίες αυτές έχουν ως στόχο υπάρχουσα κατάσταση στην επιχείρηση και το περιβάλλον που δραστηριοποιείται. Επιπλέον του παρέχουν τη δυνατότητα να ενημερωθεί καλύτερα για το θέμα που προτίθεται να διερευνήσει και να αναγνωρίσει ο ίδιος προσωπικά την έκταση του προβλήματος.

[1] Πετράκης, Μ. (2006), Έρευνα Marketing: η Ερευνητική Μεθοδολογία, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα

Τέλος, εργαλείο δευτερογενούς έρευνας αποτελούν προγενέστερες ακαδημαϊκές μελέτες καθώς και βιβλιογραφίες που ασχολούνται με κάποιο συγκεκριμένο ζήτημα και μπορούν να δώσουν στον ερευνητή χρήσιμες πληροφορίες για το υπό διερεύνηση θέμα που ασχολείται.

Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκαν όλες οι πιθανές πηγές άντλησης πληροφοριών αναφορικά με τον κλάδο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, του κινδύνου και των τρόπων με τους οποίους αποφασίζουν οι επενδυτές, κυρίως εντός της περιόδου οικονομικής κρίσης που διανύουμε στην Ελλάδα. Έτσι, στη διατριβή θα παρουσιαστεί όλο το αναγκαίο θεωρητικό υπόβαθρο για να υποστηρίξει τους κεντρικούς στόχους της.

Σε γενικές γραμμές, η δευτερογενής έρευνα όσο αφορά την βιβλιογραφική επισκόπηση θα πραγματοποιηθεί μέσω διαδικτύου με την αξιοποίηση ηλεκτρονικών πανεπιστημιακών βιβλιοθηκών, μέσω των οποίων ο συγγραφέας θα έχει πρόσβαση σε βιβλία και ακαδημαϊκά έντυπα (journals).



Κεφάλαιο 1.

Η έννοια και η μέτρηση του κινδύνου

1.1 Η έννοια του κινδύνου

Εάν επιχειρήσουμε μια ιστορική ετυμολογική προσέγγιση, η λέξη κίνδυνος (risk) προέρχεται από τη λατινική ρίζα “risicare” η οποία σημαίνει «τολμώ», υπονοώντας ότι ο κίνδυνος είναι επιλογή παρά πεπρωμένο. Οι δράσεις που τολμούμε να αναλάβουμε, οι οποίες εξαρτώνται από την ελευθερία επιλογών που διαθέτουμε, ουσιαστικά χαρακτηρίζουν την «ιστορία» της διαχείρισης κινδύνων, αλλά και την κοινωνική εξέλιξη.

Η έννοια του κινδύνου υπάρχει σε τις ανθρώπινες δραστηριότητες και πηγάζει από την άγνοια των επερχόμενων γεγονότων. Ευρύτερα, ο κίνδυνος μπορεί να οριστεί ως η έκθεση στην αβεβαιότητα, ενώ αναφορικά σε μια συγκεκριμένη δραστηριότητα κίνδυνος είναι η πιθανότητα εμφάνισης ενός μη επιθυμητού ή αντίστοιχα η απουσία ενός επιθυμητού αποτελέσματος.

Από χρηματοοικονομικής άποψης , ο κίνδυνος αναφέρεται στην αβεβαιότητα σχετικά με τις αποδόσεις μιας επένδυσης και μπορεί να γίνει αντιληπτός στην διακύμανση των αναμενόμενων αποδόσεων της. Σε αυτή την περίπτωση , ο κίνδυνος μετράτε με την τυπική απόκλιση της επένδυσης, δηλαδή με τον

βαθμό απόκλισης της αναμενόμενης απόδοσης από την μέση αναμενόμενη απόδοση.

Επίσης πρέπει να αναφερθεί πως στην έννοια του κινδύνου περιλαμβάνεται η πιθανότητα απώλειας κάποιου είδους. Συγκεκριμένα στις επιχειρήσεις ως απώλεια μπορεί να θεωρηθεί η μείωση των εσόδων, η σμίκρυνση του μεριδίου αγοράς, ή μείωση της παραγωγής, η καταβολή υψηλότερων εγγυήσεων, κόστη επισκευών καθώς και μη χρηματικές απώλειες όπως η διαρροή σημαντικών στελεχών. Αν και η πιθανότητα απωλειών συνεπάγεται την ύπαρξη αντίστοιχης πιθανότητας η επέλευση ενός κινδύνου να οδηγεί σε αποτελέσματα το οποίο θα είναι αποφύγουν τις αρνητικές επιδράσεις στις δραστηριότητες τους και υπό το πρίσμα αυτό διαχειρίζονται τους διαφόρους κινδύνους και προσπαθούν να προστατευτούν από αυτούς.

Ας προσπαθήσουμε να καταλάβουμε την έννοια του κινδύνου χρησιμοποιώντας το παρακάτω παράδειγμα. Πρωταγωνιστές στο παράδειγμά μας είναι ένας γεωργός που καλλιεργεί ελιές και παράγει λάδι και ένας αγγειοπλάστης που παράγει πήλινα κιούπια. Ο γεωργός επιθυμεί να βρέξει για να ποτιστούν οι ελιές του και να αυξηθεί η παραγωγή του σε λάδι, ενώ ο αγγειοπλάστης επιθυμεί να έχει ηλιοφάνεια για να μπορέσουν να στεγνώσουν πιο γρήγορα τα κιούπια και να αυξηθεί η παραγωγή του σε κιούπια. Ο γεωργός **κινδυνεύει** να έχει μικρή παραγωγή λαδιού **εάν** έχει παρατεταμένη ηλιοφάνεια και ο αγγειοπλάστης **κινδυνεύει** να έχει μικρή παραγωγή **εάν** βρέξει πολύ (Financial Engineering News, 1997).

Τόσο ο γεωργός, όσο και ο αγγειοπλάστης ξέρουν πόσο μεγάλη θα είναι η παραγωγή τους κάτω από συγκεκριμένες καιρικές συνθήκες (ηλιοφάνεια ή βροχή) αλλά δεν ξέρουν ποιες θα είναι αυτές οι καιρικές συνθήκες. Έτσι είναι εύκολο να υπολογίσουν την αναμενόμενη παραγωγή τους (αναμενόμενη απόδοση) βασιζόμενοι στην υπόθεση ότι δεν θα υπάρξουν ακραίες καιρικές συνθήκες. Όμως η παραγωγή, τόσο του γεωργού, όσο και του αγγειοπλάστη μπορεί να είναι διαφορετική από την αναμενόμενη εάν υπάρξουν ακραίες καιρικές συνθήκες. Δηλαδή με άλλα λόγια η **παραγωγή τους εξαρτάται από**

κάτι που δεν μπορούν να το ελέγξουν άλλα ούτε και να το προβλέψουν (Financial Engineering News, 1997).

Έχοντας το παραπάνω παράδειγμα κατά νου μπορούμε να απαντήσουμε τα παρακάτω ερωτήματα (Financial Engineering News, 1997):

1. Ποιος είναι ο κίνδυνος που διατρέχουν τόσο ο γεωργός όσο και ο αγγειοπλάστης;

Ο κίνδυνος που διατρέχουν είναι η παραγωγή τους να είναι μειωμένη σε σχέση με την αναμενόμενη παραγωγή.

2. Που οφείλεται αυτός ο κίνδυνος;

Ο κίνδυνος οφείλεται στην τυχαιότητα σε σχέση με τις καιρικές συνθήκες.

Γενικεύοντας τα παραπάνω μπορούμε να πούμε ότι **«κίνδυνος είναι έκθεση σε τυχαιότητα»** (Financial Engineering News, 1997).

Ένας τρόπος να μετρήσουμε την έκθεση μιας επένδυσης στην τυχαιότητα έκβασης ενός γεγονότος είναι να δούμε πως μπορούν οι διάφορες πιθανές εκβάσεις του αβέβαιου γεγονότος να επηρεάσουν την απόδοση της επένδυσής μας. Με αυτόν τον τρόπο μπορούμε να δώσουμε έναν πιο ποσοτικό ορισμό του κινδύνου μιας επένδυσης (Βασιλείου, 1999).

«Κίνδυνος μιας επένδυσης είναι η μεταβλητότητα (variability) των δυνητικών αποτελεσμάτων (αποδόσεων) της επένδυσης γύρω από την

αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό τους μέσο» (Βασιλείου, 1999).

1.2 Είδη κινδύνου

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εμπορεύονται και επενδύουν σε χρηματοοικονομικά προϊόντα αναλαμβάνοντας τους παρακάτω βασικούς κινδύνους (Γαλιάτσος, 1999):

1. Πιστωτικό κίνδυνο (Credit Risk)

- Γενικό (General)
- Ειδικό (Specific)

2. Κίνδυνο Αγοράς (Market Risk)

- Θέσης (Position)
- Χρεωστικοί τίτλοι (Debt Instruments)
- Μετοχές (Stocks)
- Παράγωγα Προϊόντα (Derivatives)
- Αναδοχή (Underwriting)
- Συναλλάγματος (Exchange Rate)
- Διακανονισμού & Αντισυμβαλλομένου (Settlement & Delivery)
- Εκκαθάρισης & Παράδοσης (Settlement & Delivery)
- Αντισυμβαλλομένου (Counterparty)

- Άλλοι κίνδυνοι (κυρίως που απορρέουν από την ίδια την λειτουργία της επιχείρησης operational risk)

3. Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk)

Πιστωτικός κίνδυνος. Ο κίνδυνος αυτός οφείλεται στην πιθανότητα (μη βεβαιότητα) κάποιος δανειολήπτης του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να μην πληρώσει όλο ή μέρος του δανείου που έχει πάρει.

Γενικός πιστωτικός κίνδυνος. Οφείλεται στο γεγονός ότι όσο πιο πολλά χρήματα έχει δανείσει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα τόσο αυξάνει και το ποσό των χρημάτων που είναι πιθανόν να μην εισπράξει.

Ειδικός πιστωτικός κίνδυνος. Προέρχεται από το γεγονός ότι εάν ένας πελάτης δανειστεί ένα πολύ μεγάλο ποσό τότε αυξάνει η πιθανότητα να μην το επιστρέψει.

Κίνδυνος αγοράς. Σχετίζεται με την μεταβολή των τιμών των διάφορων χρηματοοικονομικών προϊόντων που διαπραγματεύονται στις αγορές.

Κίνδυνος θέσης. Σχετίζεται με την θέση που έχει πάρει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε κάθε ένα από τα παρακάτω προϊόντα:

- Χρεωστικοί τίτλοι
- Μετοχές
- Παράγωγα
- Αναδοχή

Κίνδυνος συναλλάγματος. Σχετίζεται με την θέση που έχει πάρει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε συνάλλαγμα.

Κίνδυνος Εκκαθάρισης & Παράδοσης. Ο κίνδυνος αυτός αφορά συναλλαγές που έχουν συνομολογηθεί, αλλά δεν έχουν παραδοθεί ούτε οι τίτλοι ούτε τα χρήματα από την άλλη πλευρά.

Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου. Αναφέρεται σε περιπτώσεις κατά τις οποίες έχουν συναφθεί συναλλαγές οι οποίες συνιστούν μελλοντική απαίτηση του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Κίνδυνος ρευστότητας. Έχει να κάνει με την πιθανότητα ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να μην έχει τη δυνατότητα να καλύψει τις τρέχουσες ταμιακές του υποχρεώσεις και να αναγκαστεί να ρευστοποιήσει τίτλους καταγράφοντας ζημίες.

1.3 Διαχείριση κινδύνου

Κάτω από συνθήκες πλήρους βεβαιότητας, κάτι που δύσκολα συναντάται στην πραγματικότητα, οι αποφάσεις μιας οικονομικής μονάδας, όπως ενός καταναλωτή-επενδυτή ή μιας επιχείρησης, οδηγούν σε βέβαια αποτελέσματα, ενώ κάτω από τις αβέβαιες συνθήκες του πραγματικού κόσμου, οι συνέπειες μιας απόφασης είναι άγνωστες. Η βασική αρχή της λήψης αποφάσεων κάτω από αβέβαιες συνθήκες απαιτεί τον καλύτερο δυνατό υπολογισμό όλων των πιθανών συνεπειών που απορρέουν από κάθε απόφαση. Η επιτυχία κάθε απόφασης εξαρτάται από την έκβαση των συνθηκών αβεβαιότητας, δηλαδή από την κατάσταση πραγμάτων. Οι καταστάσεις αυτές είναι τα αμοιβαίως αποκλειόμενα αποτελέσματα που θα προκύψουν μέσα από μια αβέβαιη διαδικασία.

Η λήψη αποφάσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας ορίζεται ως επιλογή κάποιας ενέργειας-δράσης πριν γίνει γνωστό ποια θα επέλθει. Ένα μικρό παράδειγμα :

Υποθέτουμε ότι πρέπει να αποφασίσουμε σήμερα , αν αύριο θα πάμε σε μια υπαίθρια συναυλία μουσικής έντεχνης. Πριν πάρουμε την απόφαση μας θα θέλουμε να ξέρουμε τι καιρό θα κάνει αύριο, αφού, εάν βρέξει, αυτή η δραστηριότητά μας μπορεί να είναι λιγότερη ευχάριστη, άλλα πρέπει να

βγάλουμε εισιτήριο σήμερα. Η επιλογή που αντιμετωπίζουμε είναι μεταξύ της δράσης «πάω συναυλία» και της δράσης «δεν πάω στη συναυλία» ενώ οι καταστάσεις του κόσμου είναι «βροχή» και καλοκαιριά». Η ικανοποίηση που θα λάβουμε εξαρτάται τόσο από την απόφασή μας , όσο και από τον καιρό. Ας υποθέσουμε αυθαίρετα ότι οι βαθμοί ικανοποίησης – χρησιμότητας που αντιστοιχούν στα ζεύγη δράσεων και καταστάσεων είναι:

Πάω στη συναυλία με βροχή:	0,25
Πάω στη συναυλία με καλοκαιρία:	1
Δεν πάω στη συναυλία με βροχή :	0,50
Δεν πάω στη συναυλία με καλοκαιρία:	0,50

Εμείς βέβαια μπορεί να έχουμε διαφορετικές προτιμήσεις , ανάλογα με το πόσο αγαπάμε τη μουσική έντεχνη και το πόσο μας αρέσει η βροχή ή η καλοκαιρία.

Αναδιατάσσοντας τα στοιχεία αυτά σε μορφή πίνακα, όσον αφορά τη δράση (A) και τις μετεωρολογικές πιθανές καταστάσεις (S), έχουμε:

	S1: Βροχή	S2: Καλοκαίρια
A1: Πάω στη συναυλία	0,25	1
A2: Δεν πάω στη συναυλία	0,50	0,50

Το περισσότερο επιθυμητό αποτέλεσμα έχει βαθμό ικανοποίησης 1, ενώ το λιγότερο 0,25. Η επιλογή μεταξύ των δράσεων A1 και A2 πρέπει να γίνει πριν προκύψει μια κατάσταση (είτε το S1 είτε το S2). Στο μέρος αυτό θα αναπτύξουμε τις εναλλακτικές προσεγγίσεις στη λύση του συγκεκριμένου προβλήματος αβεβαιότητας. [30]

[30] Χρήστος Αλεξάκης , Μανώλης Ξανθάκης «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική» ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε Αθήνα 2008

Επίσης η διαχείριση κινδύνων ενσωματώνεται σε ένα απέραντο φάσμα λήψης αποφάσεων από την κατανομή περιουσιακών στοιχείων σε επίπεδο χαρτοφυλακίου μέχρι τη διασφάλιση της δημόσιας υγείας, από την εξόρυξη πετρελαίου σε μεγάλα θαλάσσια βάθη μέχρι την προστασία του περιβάλλοντος, από την πληρωμή ασφαλιστρών μέχρι τη χρήση ζώνης ασφαλείας στα αυτοκίνητα. Σε κάθε περίπτωση, κίνδυνος σημαίνει έκθεση στην αβεβαιότητα και αφορά αφενός, τις ανθρώπινες δραστηριότητες –είναι καθημερινός τρόπος ζωής και σκέψης- και αφετέρου, όλες τις επιχειρήσεις.

Ειδικότερα, σε επιχειρησιακό επίπεδο, κίνδυνος είναι η πιθανότητα επέλευσης δυσμενών επιπτώσεων από την έκβαση μιας ενέργειας ή ενός γεγονότος, με αποτέλεσμα την εμφάνιση μη αναμενόμενων ζημιών ή τον περιορισμό της ικανότητας της επιχείρησης να υλοποιήσει τους στόχους της. Επομένως, η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων περιλαμβάνει το σύνολο των στρατηγικών, πολιτικών, διαδικασιών, οργανωτικών δομών και τεχνολογικών υποδομών που μια επιχείρηση πρέπει να αναπτύξει προκειμένου να αναγνωρίζει, εκτιμά, παρακολουθεί και να ελέγχει σε συνεχή βάση την έκθεσή της στους κινδύνους που απορρέουν από τις δραστηριότητές της.

Η διαχείριση κινδύνου αποτελεί κεντρικό πυρήνα της στρατηγικής διαχείρισης κάθε οργανισμού, ο οποίος προσπαθεί να ορθοποδήσει. Σε γενικές γραμμές η διαχείριση κινδύνου είναι η διεργασία με την οποία οι οργανισμοί προσεγγίζουν μεθοδικά τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητές τους, με σκοπό την επίτευξη κέρδους σε κάθε δραστηριότητα. Για το σκοπό αυτό η διαχείριση κινδύνου διαθέτει ως κέντρο της αφενός μεν την έγκαιρη αναγνώριση, αφετέρου δε τον κατάλληλο χειρισμό αυτών των κινδύνων. Απώτερος στόχος της σωστής διαχείρισης κινδύνου βέβαια είναι η αύξηση της πιθανότητας επιτυχίας των συνολικών στόχων του οργανισμού [1].

Σε γενικές λοιπόν γραμμές φαίνεται ότι η έγκαιρη και έγκυρη αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων μπορεί να αποκαλύψει ήδη από τα αρχικά στάδια αν αξίζει ή όχι να ασχοληθεί ο οργανισμός με μια προσφορά. Υπάρχουν αναπτυγμένες διαδικασίες για τη διαχείριση κινδύνων ως μια διαρκή διαδικασία σε όλη την έκταση του έργου. Η εφαρμογή της διαχείρισης κινδύνων μπορεί να γίνει σε

[1] Πετράκης, Μ. (2006), Έρευνα Marketing: η Ερευνητική Μεθοδολογία, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

όλα τα έργα, από τα πολύ μικρά (που υλοποιούνται από ένα άτομο) έως τα πολύ μεγάλα και πολύπλοκα. Πολλά προβλήματα μπορούν να αντιμετωπιστούν εκ των προτέρων και να δώσουν την ευκαιρία στον διαχειριστή έργου να προσδιορίσει συγκεκριμένη πορεία.

Σχεδόν κανένα έργο δεν αναπτύσσεται σε ιδανικό περιβάλλον. Η διαχείριση κινδύνου πρέπει να ενσωματώνει μέσα τα οποία όχι μόνο θα εντοπίζουν τους πιθανούς κινδύνους αλλά και θα αναλύουν τις δυνατότητες του καθενός έτσι ώστε να είναι δυνατή η διαχείριση των πιο σημαντικών σε συνεχή βάση. Η διαχείριση κινδύνων χωρίζεται σε τρεις βασικούς τομείς: την αναγνώριση κινδύνων, τον ποσοτικό προσδιορισμό τους και τον έλεγχο ή μετριασμό των επιπτώσεων τους.

Βασικό χαρακτηριστικό του κινδύνου είναι εκείνα τα στοιχεία του έργου που είναι πιθανό να δείξουν ότι κάτι δεν πάει καλά στο έργο. Τα προβλήματα δημιουργούνται κυρίως από μια ομάδα έργου (πχ μπορεί να παραληφθεί μια ενδιάμεση έκθεση από κάποια μέλη). Στην συγκεκριμένη φάση η ανάλυση ασχολείται με τις επιπτώσεις και όχι τόσο με τα αίτια διότι στην επόμενη φάση γίνεται ποσοτικός προσδιορισμός [3][4].

Με την ανάλυση των σχεδίων για τον χρόνο, το κόστος και την ποιότητα πιθανόν να επέλθουν αποτελέσματα από τα οποία θα λείπουν βασικοί στόχοι, θα έχουν υποστεί αλλαγές από τις ομάδες συμφερόντων, θα υπάρχουν τεχνολογικά προβλήματα και αλλαγές στην στελέχωση. Μια άλλη λύση είναι να μελετηθεί πώς θα μπορούσε να πάει κάτι στραβά. Αυτό είναι πολύ πιο παραγωγικό διότι τα άτομα καλούνται να μελετήσουν το πώς θα συμπεριφερθούν σε περίπτωση που κάτι ενδέχεται να πάει στραβά στο έργο.

Στη διεθνή βιβλιογραφία απαντώνται πολλές τεχνικές για τον ποσοτικό προσδιορισμό κινδύνου, ορισμένες από τις οποίες περιγράφονται κατωτέρω.

[3] Mouly, G.J. (1970), *The Science of Educational Research*, New York, Nostrand

[4] S. Allen. *Financial Risk Management*. John Wiley & Sons, New Jersey, 2003.



Κεφάλαιο 2.

Ελαχιστοποίηση κινδύνου και διαφοροποίηση

2.1 Μέθοδοι ελαχιστοποίησης κινδύνου

Σε γενικές γραμμές, στη διεθνή βιβλιογραφία συναντούμε πολλές μεθόδους διαχείρισης – ελαχιστοποίησης των κινδύνων των επενδυτών. Ορισμένες από αυτές τις μεθόδους χρησιμοποιούνται από την οπτική γωνία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ άλλες χρησιμοποιούνται από την οπτική γωνία των ατομικών επενδυτών – εταιρειών.

Σε κάθε περίπτωση, είναι ενδιαφέρον να μελετηθούν ορισμένες τέτοιες μέθοδοι, καθώς σε οποιαδήποτε κατηγορία και αν ανήκουν, αποσκοπούν στην ελαχιστοποίηση του κινδύνου (μετά από μια αποτελεσματική του εκτίμηση) που αναλαμβάνει μέσω μιας επένδυσης ένας μικρός ή μεγάλος επενδυτής, ο οποίος έχει ως βασικό του στόχο την εξασφάλιση του κέρδους.

2.1.1 Η μέθοδος εκτίμησης της δυνητικής ζημιάς (Value-at-risk)

Η δημιουργία της VaR ήταν ένα παράπλευρο αποτέλεσμα των απωλειών υψηλών κεφαλαίων, οι οποίες συνέβησαν σε μεγάλες τράπεζες ή πολυεθνικές εταιρείες στις αρχές της δεκαετίας του '90. Η VaR είναι μια άμεσα αντιληπτή μέθοδος ποσοτικοποίησης του κινδύνου αγοράς (Market Risk), ο οποίος σχετίζεται με τη μεταβλητότητα των αγοραίων τιμών των επενδύσεων ενός

χαρτοφυλακίου. Τυπικά, η VaR μετρά τη χειρότερη αναμενόμενη απώλεια χρημάτων υπό κανονικές συνθήκες αγοράς, για δεδομένο χρονικό ορίζοντα και για δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης. Για παράδειγμα, έστω ότι μια τράπεζα υπολογίζει ότι η 99% ημερήσια (daily) VaR του επενδυτικού χαρτοφυλακίου της είναι €35 εκατομμύρια. Αυτό σημαίνει ότι κατά τη διάρκεια των επόμενων 100 ημερών, μόνο μια μέρα οι απώλειες θα είναι μεγαλύτερες από €35 εκατομμύρια. Δηλαδή, η VaR υποδεικνύει, με μεγάλο βαθμό βεβαιότητας, πόσο δυσμενής μπορεί να είναι μια ενδεχόμενη απώλεια χρημάτων [4][5][15].

Η μεθοδολογία της VaR συμπληρώνεται από δύο επιπλέον διαδικασίες, το StressTesting και το BackTesting. Με τη διαδικασία του StressTesting ελέγχουμε τη συμπεριφορά του υπό εξέταση χαρτοφυλακίου κάτω από ακραία και δυσμενή μακροοικονομικά σενάρια, ενώ με το BackTesting επαληθεύουμε την ορθότητα της VaR που έχουμε υπολογίσει [15].

Η VaR μπορεί να επεκταθεί στη μέτρηση του Πιστωτικού Κινδύνου (Credit Risk), αλλά δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μέτρηση όλων των ειδών κινδύνου. Για παράδειγμα, δε μπορεί να μετρήσει το Λειτουργικό Κίνδυνο (Operational Risk) ή τον Κίνδυνο Ρευστότητας (Liquidity Risk).

2.1.2 Η ανάλυση ευαισθησίας

Μια δεύτερη μέθοδος που χρησιμοποιείται συχνά στη διαχείριση κινδύνων είναι η ανάλυση ευαισθησίας. Η ανάλυση ευαισθησίας είναι μία μέθοδος η οποία εφαρμόζεται για να προσδιορίσει την ευαισθησία της λύσης ενός προβλήματος γραμμικού προγραμματισμού στις μεταβολές των παραμέτρων του.

Συγκεκριμένα η γραφική λύση μας δίνει πληροφορίες που αφορούν [6][7]

1) την άριστη λύση του προβλήματος γραμμικού προγραμματισμού

[4] S. Allen. Financial Risk Management. John Wiley & Sons, New Jersey, 2003.

[5] Χαραλαμπίδης Μ (2009), «Διαχείριση κινδύνων – διδάγματα από την κρίση και προοπτικές, Τράπεζα Πειραιώς

[6] Μητσιόπουλος Γ., «Χρηματιστηριακές Κρίσεις και Επενδυτικά Εργαλεία», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2001.

[7] Θεοδωρόπουλος Θ., «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2000

[15] S. Allen. Value-at-Risk for Exotic Options. Paper presented at the Risk publications conference on Value-at-Risk, New York, October, 1996.

- 2) το διαχωρισμό των περιορισμών σε δεσμευτικούς ή χαλαρούς
- 3) τις δυϊκές τιμές
- 4) το εύρος αριστότητας των αντικειμενικών συντελεστών, δηλαδή, την αλλαγή που μπορούμε να κάνουμε σε ένα αντικειμενικό συντελεστή χωρίς να αλλάξει η άριστη λύση
- 5) το εύρος εφικτότητας των δεξιών μελών των περιορισμών, δηλαδή, την αλλαγή που μπορούμε να κάνουμε σε ένα δεξιό μέλος περιορισμού χωρίς να αλλάξει η εφικτή περιοχή ή χωρίς να αλλάξει η δυϊκή τιμή του περιορισμού.

2.1.4 Η μέθοδος ιστορικής προσομοίωσης

Πρόκειται για μια μέθοδο πλήρους αξιολόγησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, οι μελλοντικές αποδόσεις θα συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο με προηγούμενες αποδόσεις. Επίσης, υποθέτουμε ότι οι μεταβολές στις συνθήκες της αγοράς από την παρούσα στιγμή μέχρι την επόμενη μέρα είναι ίδιες με τις αντίστοιχες του παρελθόντος (εννοείται για τον ίδιο χρονικό ορίζοντα) [17].

Αρχικά, παίρνουμε μια χρονική σειρά μεταβολών των αξιών από ένα ιστορικό δείγμα αποδόσεων του χαρτοφυλακίου (που προκύπτει από μια χρονολογική σειρά ιστορικών αγοραίων τιμών των προϊόντων που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο) και κατασκευάζονται η κατανομή των αποδόσεων και οι υποθετικές αποδόσεις του για διάφορα σενάρια, κατά την αρχή και το τέλος ενός συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα. Η εκτίμηση του VaR γίνεται από την συνολική κατανομή των υποθετικών αποδόσεων σταθμίζοντας με το ίδιο βάρος το κάθε σενάριο.

Στη συνέχεια, καθίσταται δυνατή η εκτίμηση της δυνητικής ζημίας, για συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα και επίπεδο εμπιστοσύνης, από την συνολική κατανομή των υποθετικών αποδόσεων αφού σταθμιστεί το κάθε σενάριο με

[17] Demeulemeester, E. L., & Herroelen, W. S. (2002). PROJECT SCHEDULING - A Research Handbook. KLUWER ACADEMIC PUBLISHERS.

την ίδια βαρύτητα. Στην ειδική περίπτωση που οι αποδόσεις ακολουθούν όλες την κανονική κατανομή (όχι προσεγγιστικά), ο υπολογισμός της δυνητικής ζημίας με τη μέθοδο της ιστορικής προσομοίωσης θα έχει το ίδιο αποτέλεσμα που θα είχε και ο υπολογισμός της μέσω της Δέλτα-Κανονικής μεθόδου. Σαν αποτέλεσμα έχουμε ένα σύνολο επανυπολογισμών του χαρτοφυλακίου (ή γενικά της κατάστασης ενός έργου) που ανταποκρίνεται σε πιθανές μελλοντικές τιμές της αγοράς [16][18].

Να σημειωθεί ότι η παραπάνω διαδικασία είναι εντελώς διαφορετική από την απλή τιμολόγηση (βασισμένη σε παλιά δεδομένα) του χαρτοφυλακίου, όπου δε λαμβάνεται υπόψη η συνολική μεταβολή στα επίπεδα της αγοράς.

Πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι :

Η εφαρμογή της σε διαφορετικά εργαλεία ή θέσεις είναι απλή και εύχρηστη, αφού τα ιστορικά δεδομένα που έχουμε συλλέξει μπορούν να αποθηκευτούν και να χρησιμοποιηθούν αργότερα για επόμενες εκτιμήσεις της δυνητικής ζημίας.

Η χρήση της ιστορικής κατανομής των αποδόσεων δεν περιορίζεται στον υπολογισμό της δυνητικής ζημίας, αλλά μπορεί να έχει και άλλες εφαρμογές μεγάλης χρησιμότητας.

Η ύπαρξη γραμμικότητας και κανονικής κατανομής δεν είναι υποχρεωτική.

Η μέτρηση της δυνητικής ζημίας μπορεί να γίνει για οποιοδήποτε χρονικό ορίζοντα.

Μειονεκτήματα της μεθόδου είναι:

Δε θεωρείται αξιόπιστη μέθοδος για μεγάλα χαρτοφυλάκια με πολύπλοκες δομές, αφού οι διαχειριστές πολλές φορές υιοθετούν κάποιες απλοποιήσεις (επειδή είναι πολύ δύσκολο να τη χρησιμοποιήσουν διαφορετικά), οι οποίες είναι δυνατό να οδηγήσουν στην απώλεια των πλεονεκτημάτων των μεθόδων πλήρους αξιολόγησης.

[16] Dasgupta, S., Papadimitriou, C. H., & Vazirani, U. V. (2006). Algorithms (εκδ.penultimate draft). University of Berkeley / DP of Electrical Engineering & Computer Sciences.

[18] Goldratt, E. M. (1997). Critical Chain. THE NORTH RIVER PRESS

Η αρχική υπόθεση ότι η συμπεριφορά των αποδόσεων επαναλαμβάνεται με τον ίδιο τρόπο, δεν είναι πάντα σωστή, αφού η αλλαγή στην συμπεριφορά των αποδόσεων αργεί να γίνει αισθητή καθώς τα νέα δεδομένα που απεικονίζουν την αλλαγή δεν επηρεάζουν, σε αρχικό στάδιο τουλάχιστον, εμφανώς την ιστορική κατανομή (αφού η τελευταία εξαρτάται από μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων) .

Απομακρυνόμαστε από τα αποτελέσματα της μεθόδου όταν εξαιρεθεί μια μη κανονική ή ακραία παρατήρηση.

Δεν είναι σε θέση να ελέγξει καταστάσεις με προσωρινά αυξημένη αστάθεια, καθώς όλες οι παρατηρήσεις έχουν σταθμιστεί με το ίδιο βάρος.

Η συλλογή των ιστορικών στοιχείων δεν είναι πάντοτε εφικτή ούτε εύκολη και μπορεί να έχει απαγορευτικό κόστος. Επιπλέον, το ιστορικό αρχείο και να υπάρχει, μπορεί να μην είναι επαρκές.

2.1.5 Η Μέθοδος Monte Carlo

Η μέθοδος Monte Carlo πήρε το όνομα της, από το γνωστό καζίνο του Monte Carlo, τονίζοντας έτσι την τυχαία συμπεριφορά που διέπει τη λειτουργία των οικονομικών αγορών.

Η μέθοδος Monte Carlo Προσομοίωσης περιλαμβάνει αρχικά την εύρεση εκείνης της στοχαστικής συνάρτησης που θα περιγράψει πλήρως τις μεταβολές των αξιών του χαρτοφυλακίου. Επιχειρείται η κατασκευή μιας κατανομής των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου από μια σειρά μεταβολών των αξιών του, βασισμένη σε τυχαίες αγοραίες τιμές των βασικών περιουσιακών στοιχείων που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο (ή το έργο, στην περίπτωση μας) [19][20].

[19] Leach, L. P. (2004). Critical Chain Project Management. Artech House.

[20] Luke, S. (2010). Essentials of Metaheuristics (Online Version 0.7 εκδ.). George Mason University / Department of Computer Science.

2.1.6 Η τεχνική της αξιολόγησης και αναθεώρησης επενδυτικών προγραμμάτων (PERT)

Η Μεθοδολογία αξιολόγησης και παρακολούθησης έργου (PERT-Program Evaluation and Review Technique) προσανατολίζεται στο χρονικό προγραμματισμό του έργου και αποσκοπεί στον καθορισμό της πιθανότητας ώστε ένα έργο να ολοκληρωθεί μέχρι κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία.

Ως «δίδυμη μέθοδος» παρουσιάζεται και η Μέθοδος της κρίσιμης διαδρομής (CPM - Critical Path Method). Η CPM ασχολείται με το χρονικό προγραμματισμό και με θέματα κόστους ενός έργου.

Στις εφαρμογές, η PERT χρησιμοποιήθηκε αρχικά για ερευνητικά και αναπτυξιακά έργα (R&D projects -Research and Development projects) ενώ η CPM σχεδιάστηκε για κατασκευαστικά έργα (construction projects). Οι δύο αυτές μέθοδοι έχουν αρκετές ομοιότητες. Η κύρια διαφορά μεταξύ των δύο είναι ότι η CPM υποθέτει ότι οι χρόνοι είναι ντετεμινιστικοί, ενώ η PERT θεωρεί τον χρόνο για την ολοκλήρωση μιας δραστηριότητας σαν μια τυχαία μεταβλητή που μπορεί να χαρακτηριστεί από μια αισιόδοξη εκτίμηση, μια απαισιόδοξη και την ακριβέστερη δυνατή εκτίμηση. Και στις δύο αυτές τεχνικές βασικό στοιχείο είναι ο προσδιορισμός της «κρίσιμης διαδρομής» (critical path) του έργου, που περιλαμβάνει τις δραστηριότητες εκείνες που δε μπορούν να καθυστερήσουν χωρίς να επιβαρυνθεί ο συνολικός χρόνος ολοκλήρωσης του έργου.

Η εφαρμογή των τεχνικών PERT/CPM, ακολουθεί κοινά βήματα. Το πρώτο βήμα είναι να χωριστεί το έργο σε επί μέρους δραστηριότητες και προσδιορισμός όλων των μεταξύ των δραστηριοτήτων διασυνδέσεων. Αυτό σημαίνει προσδιορισμό των προτεραιοτήτων και «η προτεραιότητα δείχνει, για παράδειγμα, ότι μια δραστηριότητα X πρέπει να ολοκληρωθεί πριν αρχίσει η Y ή ότι οι X και Y μπορούν να ολοκληρωθούν την ίδια στιγμή...». Στη συνέχεια το έργο απεικονίζεται σε ένα δίκτυο, δηλαδή όλες οι δραστηριότητες του έργου βάση της σειράς που πρέπει να εκτελεστούν, τοποθετούνται σε ένα σχεδιάγραμμα με βέλη, κλάδους και κόμβους.

2.2 Η διαφοροποίηση (diversification)

Ο όρος διαφοροποίηση εκφράζει μια στρατηγική ελαχιστοποίησης του κινδύνου που, όπως θα εξηγηθεί, πηγάζει από την παράλληλη/ταυτόχρονη διαφορετική τοποθέτηση των κεφαλαίων ενός επενδυτή σε διαφορετικού τύπου επενδύσεις. Βασικό αίτιο της διαφοροποίησης είναι η αδυναμία να γνωρίζει κάποιος ποιές επενδύσεις θα έχουν απόδοση υψηλότερη ή χαμηλότερη από τη μέση απόδοση. Έτσι, δεν μπορεί να διακινδυνεύσει να επενδύσει όλα τα χρήματά του μόνο σε μια εταιρία, αλλά ούτε και σε εταιρίες ενός και μόνο βιομηχανικού ή επιχειρηματικού κλάδου. Ο κίνδυνος αλλά και οι ευκαιρίες πρέπει να κατανέμονται. Η διαφοροποίηση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων είναι η σημαντικότερη ασπίδα προστασίας έναντι του κινδύνου. Επειδή η αξία ορισμένων επενδύσεων ανεβαίνει ενώ η αξία άλλων πέφτει, η διαφοροποίηση εξομαλύνει σε σημαντικό ποσοστό τη μεταβλητότητα της συνολικής απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου [13][14][9].

Η διαφοροποίηση θυσιάζει τμήμα του δυναμικού ανόδου, αλλά αυτό αντισταθμίζεται από τα οφέλη ενός χαμηλότερου επιπέδου κινδύνου. Το τίμημα για την εξισορρόπηση κινδύνου και απόδοσης σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι ότι η συνολική απόδοση ενδέχεται να είναι κάπως χαμηλότερη από εκείνη ενός μη διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Συνολικά, όμως, ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα έχει μικρότερη μεταβλητότητα και σταθερότερες αποδόσεις.

Η διαφοροποίηση είναι μια στρατηγική προσέγγιση με διάφορες μορφές. Ανάλογα με τα κριτήρια που εφαρμόζονται, υπάρχουν διαφορετικές ταξινομήσεις.

Ανάλογα με την κατεύθυνση που θα ακολουθήσει η επιχείρηση, διακρίνονται τα εξής είδη διαφοροποίησης [10][11][12]:

[9] Χαράμης Γ., «Επενδυτικές Επιλογές του Μέσου Έλληνα», Εκδόσεις Nubis, Αθήνα 1998.

[10] Αλεξάκης Χ., Ξανθάκης Ε., «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 2008.

[11] Σπύρος Σ., «Εισαγωγή στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2009.

[12] Σπύρος Σ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003.

[13] Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Η Αγορά Μετοχών, Εκδόσεις Χ.Α.Α., Αθήνα 2001

[14] www.adex.ase.gr, πρόσβαση Ιούλιος 2012

1) Οριζόντια Διαφοροποίηση – απόκτηση ή ανάπτυξη νέων προϊόντων ή προσφορά νέων υπηρεσιών που θα μπορούσαν να ενδιαφέρουν τις τρέχουσες ομάδες πελατών της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση βασίζεται στις πωλήσεις και τις τεχνολογικές σχέσεις με τις υφιστάμενες γραμμές του προϊόντος. Για παράδειγμα ένα γαλακτοκομείο που παράγει τυρί, προσθέτει ένα νέο είδος τυριού στα προϊόντα της.

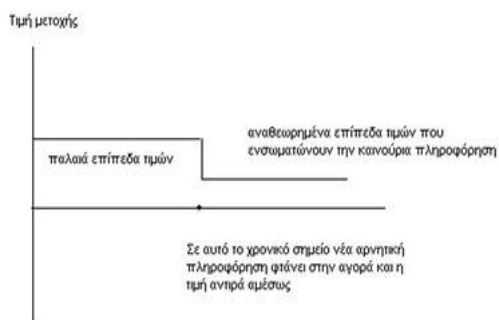
2) Κάθετη Διαφοροποίηση: Λαμβάνει χώρα όταν η επιχείρηση πηγαίνει πίσω στα προηγούμενα στάδια του κύκλου παραγωγής της ή προχωρά στα επόμενα στάδια του ίδιου κύκλου - παραγωγή πρώτων υλών ή διανομή τελικού προϊόντος. Για παράδειγμα, έχετε μια επιχείρηση ανοικοδόμησης κατοικιών και γραφείων και ξεκινάτε να εμπορεύεστε χρώματα και άλλα οικοδομικά υλικά. Αυτό το είδος της διαφοροποίησης μπορεί επίσης να εγγυηθεί την τακτική προμήθεια υλικών με καλύτερη ποιότητα και χαμηλότερες τιμές.

3) Ομόκεντρος Διαφοροποίηση – διεύρυνση του χαρτοφυλακίου της παραγωγής με την προσθήκη νέων προϊόντων, με στόχο την πλήρη αξιοποίηση του δυναμικού των υφιστάμενων τεχνολογιών και το σύστημα μάρκετινγκ. Η ομόκεντρος διαφοροποίηση μπορεί να είναι πολύ πιο αποδοτική οικονομικά στρατηγική, δεδομένου ότι η επιχείρηση μπορεί να επωφεληθεί από συνέργειες. Μπορεί να ενισχύσει ορισμένες επενδύσεις που σχετίζονται με τον εκσυγχρονισμό ή την αναβάθμιση των υφιστάμενων διαδικασιών ή συστημάτων. Αυτό το είδος της διαφοροποίησης χρησιμοποιείται συχνά από μικρούς παραγωγούς καταναλωτικών αγαθών, όπως π.χ. ένας φούρνος ξεκινά την παραγωγή γλυκών ή προϊόντων ζύμης.

4) Ετερογενής (συσσωρευτική) διαφοροποίηση. Απευθύνεται σε νέα προϊόντα ή υπηρεσίες που δεν έχουν καμία τεχνολογική ή εμπορική σχέση με τα τρέχοντα προϊόντα, τον εξοπλισμό, τα δίκτυα διανομής, αλλά που μπορεί να ενδιαφέρουν νέες ομάδες πελατών. Το μεγαλύτερο κίνητρο αυτού του είδους διαφοροποίησης είναι η υψηλή απόδοση των επενδύσεων στο νέο κλάδο. Επιπλέον, η απόφαση να ακολουθηθεί αυτό το είδος μπορεί να οδηγήσει σε πρόσθετες δυνατότητες, έμμεσα συσχετιζόμενες με την

περαιτέρω ανάπτυξη της κύριας δραστηριότητας της επιχείρησης - πρόσβαση στις νέες τεχνολογίες, ευκαιρίες για στρατηγικές συνεργασίες, κ.λπ.

5) Επιχειρησιακή Διαφοροποίηση - περιλαμβάνει την παραγωγή μη σχετικών αλλά σίγουρα κερδοφόρων αγαθών. Συχνά συνδυάζεται με μεγάλες επενδύσεις, όπου ενδέχεται να υπάρξουν υψηλές αποδόσεις.



Κεφάλαιο 3.

Αποτελεσματική αγορά και υποθέσεις

3.1 Ο Ορθολογικός-Οικονομικός Άνθρωπος

Για δεκαετίες, στην οικονομική επιστήμη, υποθέσαμε ότι τα άτομα συμπεριφέρονται με λογικό και συνεπή τρόπο. Το πρότυπο αυτό του ατόμου, ο οικονομικός άνθρωπος, αποτέλεσε τη βάση για να κτιστούν θεωρητικά υπόδειγμα μικροοικονομικής και μακροοικονομικής ανάλυσης, κυρίως της νεοκλασικής σχολής. Ακόμη, πολλές φορές και η οικονομική πολιτική σχεδιάστηκε και στηρίχτηκε στην παρουσία ενός τέτοιου τύπου ανθρώπου.

Ο οικονομικός άνθρωπος είναι ορθολογικός, υπολογίζει τα κόστη και τις ωφέλειες και πράττοντας με γνώμονα το συμφέρον του, προσπαθεί να μεγιστοποιήσει το κέρδος, την αξία ή την αναμενόμενη χρησιμότητα. Ο οικονομικός άνθρωπος είναι έξυπνος, αναλυτικός, με αυτοκυριαρχία όσον αφορά την επίτευξη των στόχων του και δεν επηρεάζεται από θετικές ή αρνητικές ψυχικές καταστάσεις ή σχολή των ορθολογικών προσδοκιών υποθέτει ένα τέτοιο τύπο ανθρώπου που για να αποφασίσει, λαμβάνει υπόψη του όλη τη σχετική και διαθέσιμη πληροφόρηση και δεν κάνει συστηματικά λάθη. Τα λάθη του οικονομικού ανθρώπου υπάρχουν, αλλά είναι τυχαία. Ο οικονομικός άνθρωπος συμπεριφέρεται σύμφωνα με τους κανόνες και τους νόμους της οικονομικής θεωρίας, Muth(1961), για τον λόγο αυτό οι προβλέψεις του δεν διαφέρουν σημαντικά από τις προβλέψεις της οικονομικής επιστήμης σε κατάσταση ισορροπίας. Υπό αυτή την έννοια, ο οικονομικός-ορθολογικός άνθρωπος είναι εξαιρετικά χρήσιμος και κατάλληλος για τη δόμηση επιστημονικών οικονομικών θεωριών.

3.2 Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς, μια σημαντική θεωρητική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, έχει να κάνει με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνονται από τους ανταγωνιζόμενους ορθολογικούς επενδυτές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύουν, Fama (1965,1970,1975,1976,1991,1998) Fama and Blume(1996), Falma et al. (1969).

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών ισχυρίζεται ότι ανά πάσα στιγμή οι παρούσες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση στην αγορά (δεδομένων και των γεγονότων που η αγορά αναμένει ότι θα συμβούν στο μέλλον), με τρόπο γρήγορο και ακριβή. Αυτό προκύπτει ως αποτέλεσμα του ανταγωνισμού μεταξύ μεγάλου αριθμού ορθολογικών επενδυτών, οι οποίοι προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους, προσπαθώντας να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές τους [21][22].

Η αγορά του χρηματιστηρίου αξιών είναι μια έντονα ανταγωνιστική αγορά, στην οποία θεωρητικά συμμετέχει ένα πλήθος από έξυπνους, λογικούς και πληροφορημένους επενδυτές, δηλαδή ένα πλήθος του είδους homo economicus. Με βάση τα παραπάνω σκεπτικά, μία αγορά είναι πληροφοριακά αποτελεσματική όταν οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε πληροφορία σχετικά με μελλοντικά κέρδη, μερίσματα, προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης μερισμάτων, κίνδυνο χρεογράφου, αναμενόμενη απόδοση και γενικώς οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την τιμή. Έτσι, εφόσον κάθε σχετική πληροφορία αποτυπώνεται στις τιμές, οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία του χρεογράφου.

Σαν αποτέλεσμα, αν η αγορά μίας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με τη μετοχή

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2010

[22] Fama, E.F. (1965), "The behavior of the stock market prices", Journal of Business, vol.38, pp.34-105.

και να πετύχει υπέρ-αποδόσεις (abnormal returns). Και αυτό γιατί οι πληροφορίες θεωρούνται ότι έχουν ήδη προεξοφληθεί αφού έχουν ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου. Οι επενδυτές μπορούν να πετύχουν μόνο κανονικές αποδόσεις αναλόγως με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν [21][22][23].

3.3 Υποθέσεις

Πρέπει δε να σημειωθεί ότι η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς δέχεται τις εξής υποθέσεις [21]:

- Υπάρχει μεγάλος αριθμός επενδυτών που προσπαθεί να μεγιστοποιήσει τα κέρδη, αναλύει και αξιολογεί τις μετοχές και δρα ανεξάρτητα από άλλους.
- Οι μεταβολές στις τιμές είναι ανεξάρτητες και τυχαίες.
- Οι νέες πληροφορίες έρχονται στην αγορά με τρόπο εντελώς τυχαίο και οι πληροφορίες διαχρονικά είναι ανεξάρτητες η μία από την άλλη.
- Οι επενδυτές προσαρμόζουν τις τιμές των μετοχών γρήγορα στις νέες πληροφορίες.

Τέλος, η θεμελιώδης υπόθεση της θεωρίας, η οποία συμπυκνώνει ολόκληρη τη σύγχρονη οικονομική θεωρία είναι το γεγονός ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί (rational investors) και προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τη συνολική τους χρησιμότητα. Ξέρουν δηλαδή ποια πληροφορία είναι σημαντική και ποια όχι και λαμβάνουν υπόψη όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν προβαίνουν σε συστηματικά λάθη στις εκτιμήσεις τους, ενώ αν προβούν, αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάσουν τις τιμές ισορροπίας [24].

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2010

[22] Fama, E.F. (1965), "The behavior of the stock market prices", Journal of Business, vol.38, pp.34-105.

[23] Fama, E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance, vol.25, pp. 383-417.

[24] Νούλας, Α. (2010), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Πανεπιστημιακές εκδόσεις.



Κεφάλαιο 4.

Θεωρητικά υποδείγματα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

4.1 Γενικές έννοιες συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας, με απώτερο στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων. Ακόμη, προσφέρει την ευκαιρία να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς και αντίδρασης, ώστε η διαμόρφωση των πολιτικών να εξυπηρετεί κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις ανάγκες των καταναλωτών. Μελετά τον τρόπο που κάνουν καθημερινά οι άνθρωποι τις επιλογές τους, έχοντας σαν βάση επιτόπια και εργαστηριακά πειράματα για τη διερεύνηση των πραγματικών αιτιών που συμβάλλουν στη συμπεριφορά των επενδυτών [21].

4.2 Θεωρητικά υποδείγματα

Σύμφωνα με την έρευνα στο [26], η συμπεριφορική αποτελείται από δύο θεμέλιους λίθους: τους περιορισμούς στο arbitrage, σύμφωνα με τους οποίους είναι δύσκολο για τους ορθολογικούς επενδυτές να εξαλείψουν τα λάθη που προκλήθηκαν από τους λιγότερο λογικούς επενδυτές και την γνωσιακή ψυχολογία, η οποία κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από την πλήρη ορθολογικότητα που μπορεί να συναντηθούν.

[21] — Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας,

[26] — Barberis, N. and Thaler, R. (2003), "A survey of behavioral finance", in Handbook of Economics of finance, vol.1 part2, pp.1053-1128.

Αναφορικά με τον πρώτο θεμέλιο λίθο, η ένσταση που έχει εγερθεί από πολλούς οικονομολόγους (Shleifer & Vishny, 1997), αφορά το γεγονός ότι το arbitrage θα πρέπει να έχει κάποια όρια και δεν μπορεί να λειτουργεί συνεχώς με τον ίδιο τρόπο. Η συμπεριφορική σήμερα έχει αποδείξει ότι σε μία οικονομία όπου οι ορθολογικοί με τους μη ορθολογικούς επενδυτές αλληλεπιδρούν, οι μη ορθολογικοί μπορεί να έχουν μία σημαντική επίδραση στις τιμές των χρεογράφων. Αυτό είναι γνωστό στη βιβλιογραφία ως περιορισμοί στο arbitrage.

Αναφορικά με το δεύτερο θεμέλιο λίθο, δηλαδή την ψυχολογία, αυτή αποτελεί ένα πεδίο μεγάλου ενδιαφέροντος για τους χρηματο-οικονομολόγους, επειδή αποτελεί τη βάση για την μη ορθολογικότητα, η οποία αποτελεί και τη βάση για τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Σύμφωνα με τον δεύτερο αυτό θεμέλιο λίθο, υποστηρίζεται ότι τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις βάσει κάποιων κανόνων, οι οποίοι ονομάζονται ευριστικοί κανόνες (heuristics) και δεύτερον, η παρουσίαση/διατύπωση του προβλήματος (framing) επηρεάζει την απόφαση.

Οι ευριστικοί κανόνες, αποτελούν μηχανικές και μη ορθολογικές διεργασίες αποφάσεων τις οποίες τα άτομα φαίνεται να χρησιμοποιούν σε πλήθος προβλημάτων. Όταν υπάρχει πλήθος εναλλακτικών λύσεων σε ένα πρόβλημα, τα άτομα τείνουν να ακολουθούν ευριστικούς κανόνες προκειμένου να καταλήξουν σε κάποια λύση. Ουσιαστικά, αναφέρονται στη διαδικασία με την οποία τα άτομα μαθαίνουν πράγματα μέσα από την πείρα και τα λάθη τους χωρίς, όμως οι πρακτικοί κανόνες που δημιουργούνται να δίνουν πάντα τις καλύτερες λύσεις, όταν εφαρμόζονται σε έναν αριθμό προβλημάτων. Τα αποτελέσματα που δίνουν είναι συνήθως περιορισμένης αξιοπιστίας. Ωστόσο, εξαιτίας της πολυπλοκότητας των αποφάσεων που καλείται να αντιμετωπίσει σήμερα το άτομο χρησιμοποιούνται ευρέως, καθώς μετατρέπουν ένα σύνθετο πρόβλημα μετά από απλές συγκρίσεις σε απλό. Η χρήση ευριστικών κανόνων οδηγεί σε ευριστικά λάθη, κύριο χαρακτηριστικό των οποίων η δυσκολία τους να ξεπεραστούν, καθώς οι υπολογιστικές εγκεφαλικές διεργασίες που πραγματοποιούνται για την λήψη αποφάσεων, μπορούμε να πούμε ότι αποτελούν στοιχείο της ανθρώπινης ύπαρξης.

4.2.1 Πεπιοθήσεις

Οι πεπιοθήσεις αποτελούν ένα σημαντικό συστατικό κάθε υποδείγματος που μελετά τις αγορές χρήματος αφού καθορίζουν το πώς οι επενδυτές διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους. Οι ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων και οι οποίοι βασίζονται στις πεπιοθήσεις περιγράφονται παρακάτω.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν εκτενείς μελέτες αναφορικά με το θέμα της υπέρ-αυτοπεπιοθήσης. Γενικώς, έχει αποδειχθεί ότι τα άτομα έχουν μία τάση να υπερεκτιμούν τις δυνατότητές τους και τις προβλέψεις τους για επιτυχημένες επενδύσεις [27] .

Μια παρενέργεια αυτού του χαρακτηριστικού της συμπεριφοράς είναι και η “ψευδαίσθηση του ελέγχου” (illusion of control), δηλαδή είναι η τάση που έχουν τα άτομα να πιστεύουν ότι έχουν τον έλεγχο ή ότι μπορούν να επηρεάσουν γεγονότα πάνω στα οποία δεν έχουν καμία πραγματική επιρροή. Η “ψευδαίσθηση του ελέγχου”, μπορεί να δημιουργήσει αναισθησία στην υποδοχή νέων πληροφοριών, να εμποδίσει τη γνώση και να προδιαθέσει μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου.

4.2.2 Αντιπροσωπευτικότητα

Σύμφωνα με το [21], όταν τα άτομα προσπαθούν να καθορίσουν την πιθανότητα ένα σύνολο δεδομένων A να προέκυψε από ένα σύνολο δεδομένων B ή ότι ένα αντικείμενο A να ανήκει στην ομάδα B, χρησιμοποιούν συχνά τον ευριστικό κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας. Αυτό σημαίνει ότι αξιολογούν την πιθανότητα ανάλογα με το βαθμό που το A αντανακλά τα βασικά συστατικά του B. Ουσιαστικά, είναι η τάση των ανθρώπων να ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως μέρος ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων, όπως το να διακρίνουν και να αντιλαμβάνονται μία σειρά τυχαίων γεγονότων ως επαναλαμβανόμενα γεγονότα (patterns) που πιθανότατα να μην ισχύουν.

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας,

[27] Ricciardi, V. and Simon, H. (2000), “What is Behavioral Finance?”, Business Education and Technology Journal.

Στις χρηματαγορές είναι σύνηθες φαινόμενο οι επενδυτές να προτιμούν μετοχές οι οποίες στο παρελθόν είχαν μία σειρά υψηλών αποδόσεων, ελπίζοντας πως αυτό θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί έναν χρήσιμο ευριστικό κανόνα. Ωστόσο, μπορεί να περιέχει και σοβαρά συστηματικά λάθη. Ένα πολύ βασικό πρόβλημα που προκύπτει είναι ότι συχνά αγνοούμε τη σχετική συχνότητα με την οποία συμβαίνει ένα γεγονός (base rate neglect) ή ακόμη οδηγούμαστε και σε παράβλεψη του μεγέθους του δείγματος.

4.2.3 Συντηρητισμός

Ο συντηρητισμός, ειδικά ως προς το άγνωστο, αναφέρεται στην αργή και σταδιακή ή ακόμη και αδυναμία αλλαγής απόψεων και αποφάσεων στην παρουσία νέας πληροφόρησης. Αποτελεί μία πτυχή της ανθρώπινης ιδιοσυγκρασίας, η οποία μπορεί να επηρεάσει την προσωπικότητα του ατόμου και συνεπώς κάθε του ενέργεια. Έχει παρατηρηθεί ότι ο συντηρητισμός προκαλεί υπό-αντίδραση των επενδυτών σε νέες πληροφορίες. Μία εξήγηση αυτού του φαινομένου είναι η ανικανότητα των ατόμων να κάνουν βέλτιστο συνδυασμό και ανάλυση διαφορετικών πληροφοριών [28].

4.2.4 Προσκόλληση- Αγκίστρωση

Η προσκόλληση/αγκίστρωση αποτελεί μία πνευματική διεργασία συντόμευσης που σκοπό έχει να απλοποιήσει πολύπλοκα προβλήματα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Τα άτομα προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα και βασίζουν την κρίση τους με βάση κάποια συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί. Μέσα από μία τέτοια διεργασία συντόμευσης προκύπτουν λάθη. Και αυτό γιατί τα άτομα τείνουν να επηρεάζονται κυρίως από προηγούμενες τιμές του στοιχείου που αξιολογούν ή τείνουν να έχουν στο μυαλό τους κατά τη διαδικασία αξιολόγησης μερικά σημεία αναφοράς ή προσκόλλησης (anchors).

[28] Slovic, P. (1972), "Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior", *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.22:1, pp.128-134.

Η έρευνα στο [29] θεωρεί ότι όταν τα άτομα διαμορφώνουν εκτιμήσεις συχνά ξεκινούν από μία αυθαίρετη τιμή και μετά υιοθετούν μία διαδικασία προσαρμογής. Εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι αυτή η προσαρμογή είναι συνήθως ανεπαρκής. Όταν τα άτομα δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση για ένα μέγεθος είναι δυνατόν να επηρεαστούν έντονα και να προσκολληθούν σε τυχαία γεγονότα/αριθμούς.

4.2.5 Μεροληψία διαθεσιμότητας

Σε γενικές γραμμές είναι δύσκολο για έναν επενδυτή, κατά τη διάρκεια της θεώρησης των παραγόντων που επηρεάζουν μια απόφασή του, να παραμείνει αμερόληπτος απέναντι στις επιλογές του [29]. Η μεροληψία διαθεσιμότητας ορίζεται συχνά και ως η τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες από όσο πρέπει στο πιο έντονο ή συναισθηματικά φορτισμένο ενδεχόμενο. Μια πληροφορία θεωρείται μεροληπτική αν περιέχει χαρακτηριστικά που τραβούν την προσοχή ή δημιουργούν διασυνδέσεις τις οποίες τείνουν να θυμούνται τα άτομα. Έτσι, τα άτομα προβαίνουν συχνά σε μεροληπτικές κρίσεις σχετικά με την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στην μνήμη τους παρόμοια γεγονότα [21].

Αυτό οδηγεί στο να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε γεγονότα που μπορούν να ανακαλέσουν από τη μνήμη τους ή σε πληροφορίες που έχουν κάνει μεγάλη εντύπωση. Με άλλα λόγια, η αναγνωρισιμότητα και η διαθεσιμότητα αντικαθιστούν την ακρίβεια και τη σχετικότητα της πληροφόρησης, άρα γίνεται εύκολα αντιληπτός ο σημαντικός ρόλος που παίζουν τα MME στην πληροφόρηση του επενδυτή.

4.2.6 Το Λάθος του Τζογαδόρου

Αυτή η μεροληψία έχει άμεση σχέση με την αντιπροσωπευτικότητα και συμβαίνει όταν το άτομο πιστεύει ότι μια παρατηρηθείσα απόκλιση από αυτό που συνήθως συμβαίνει, θα διορθωθεί σύντομα στο μέλλον. Στη χρηματιστηριακή αγορά «το λάθος του τζογαδόρου» παρατηρείται όταν τα

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας,

[29] Kahneman, D. and Tversky, A. (Eds.) (2000), "Choices, values and frames", New York: Cambridge University Press.

άτομα πιστεύουν ότι μία τάση που υπάρχει στην αγορά θα αντιστραφεί. Χαρακτηριστικά παρόμοιας συμπεριφοράς παρουσιάζουν οι τζογαδόροι, οι οποίοι πιστεύουν ότι η κακή τους τύχη θα αντιστραφεί. Συχνά λάθη στα οποία εμπίπτουν τα άτομα, είναι η πεποίθηση ότι τυχαία γεγονότα είναι πιο πιθανό να συμβούν επειδή δεν έχουν συμβεί για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι πιθανό να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι λιγότερο πιθανά να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα [21][23][29].

4.2.7 Η Συμπεριφορά της Αγέλης

Η συμπεριφορά της αγέλης (herding) συνιστά έναν τύπο συμπεριφοράς βασισμένης σε εμπειρικούς κανόνες, η οποία θεωρεί ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα όσων λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον.

Πρόκειται ουσιαστικά για άκριτη αντιγραφή επενδυτικών επιλογών που οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων (Hirshleifer & Teoh, 2003). Από πολλούς συγγραφείς η συμπεριφορά της αγέλης θεωρείται ότι αποτελεί μία ψυχολογική τάση, βαθιά ριζωμένη στην ανθρώπινη φύση.

4.2.8 Αισιοδοξία/Θετική σκέψη

Τα περισσότερα άτομα επιδεικνύουν ρόδινες απόψεις για τις πιθανότητες και τις προοπτικές πραγματοποίησης γεγονότων [29]. Πάνω από το 90% των ανθρώπων που ρωτήθηκαν σε έρευνα προβλέπουν ότι οι εργασίες τους θα τελειώσουν πολύ νωρίτερα από ότι υπολόγιζαν. Έρευνες έχουν αποδείξει ότι πολλοί αισιόδοξοι επενδυτές πιστεύουν ότι δεν θα συμβούν σε αυτούς κακές επενδύσεις. Τέτοιες πεποιθήσεις μπορούν να καταστρέψουν χαρτοφυλάκια επειδή τα άτομα αποτυγχάνουν να συνειδητοποιήσουν το γεγονός ότι μπορεί να συμβεί το αντίθετο από αυτό που περιμένουν [28][29].

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας,

[23] Fama, E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance, vol.25, pp. 383-417.

[28] Slovic, P. (1972), "Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior", Journal of Personality and Social Psychology, vol.22:1, pp.128-134.

[29] Kahneman, D. and Tversky, A. (Eds.) (2000), "Choices, values and frames", New York: Cambridge University Press.

4.2.9 Προσκόλληση στις πεποιθήσεις

Από τη στιγμή που τα άτομα σχηματίζουν μία άποψη, μπορεί να εμμείνουν σε αυτήν πολύ έντονα και για πολύ καιρό. Τα άτομα εμφανίζονται απρόθυμα να ψάξουν για στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση με τα πιστεύω τους και αν τύχει και βρουν τότε την αντιμετωπίζουν με αρκετό σκεπτικισμό [21].

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2010



Κεφάλαιο 5.

Λήψη οικονομικών αποφάσεων και συμπεριφορική χρηματοοικονομική εν μέσω κρίσης

5.1 Η οικονομική κρίση

Οικονομική κρίση είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία χαρακτηρίζεται από μια διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Όταν λέμε οικονομική δραστηριότητα αναφερόμαστε σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η απασχόληση, το εθνικό προϊόν, οι τιμές, οι επενδύσεις κ.λπ. Ο βασικότερος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις, οι οποίες, όταν αυξομειώνονται, συμπαρασύρουν μαζί τους και όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη.

Η οικονομική κρίση αποτελεί τη μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων και συγκεκριμένα τη φάση της καθόδου, όταν δηλαδή η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση.

Οι οικονομικές διακυμάνσεις ορίζονται ως οι διαδοχικές αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας μέσα σε μια οικονομία. Λέγονται αλλιώς και κυκλικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι. Οι Άγγλοι αποδίδουν το φαινόμενο με τον όρο (business cycles), ακριβώς για να τονίσουν την ιδιαίτερη βαρύτητα των επενδύσεων στην εξέλιξη του οικονομικού κύκλου. Από πολύχρονες στατιστικές παρατηρήσεις διαπιστώθηκε ότι οι οικονομικοί κύκλοι διαρκούν περίπου από 7 έως 11 χρόνια.

Η Ελλάδα βρίσκεται σε μία κρίσιμη καμπή της σύγχρονης ιστορίας της καθώς οι οικονομικές πολιτικές των τριών τελευταίων δεκαετιών την έχουν οδηγήσει στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Η χρεοκοπία, ωστόσο, είναι δυνατόν να αποτραπεί και η Ελλάδα να επανέλθει σε τροχιά ανάπτυξης με την προϋπόθεση ότι θα νομοθετηθούν και θα εφαρμοστούν με συνέπεια σημαντικές οικονομικές μεταρρυθμίσεις. Αποτελεί επομένως ιδιαίτερα ενδιαφέρον θέμα η ενασχόληση με την εξεύρεση τρόπων επιστροφής της Ελλάδας στην ανάπτυξη και, ως εκ τούτου, η προώθηση ενός νέου προϊόντος στην Ελληνική αγορά του σήμερα, όσο δύσκολο εγχείρημα και αν φαντάζει, είναι επιτακτικής σημασίας, προκειμένου να κατορθώσει η Ελλάδα να επανακάμψει.

Είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον να μελετήσει κανείς το πώς η συμπεριφορική οικονομική μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να αξιολογήσουν κατάλληλα τα δεδομένα και κυρίως τις αρνητικές οικονομικές συνέπειες της κρίσης, ώστε να λάβουν τις βέλτιστες δυνατές αποφάσεις με γνώμονα το συμφέρον τους.

5.2 Λήψη οικονομικών αποφάσεων με τη βοήθεια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Η τρέχουσα οικονομική κρίση, η χειρότερη από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης, κλόνισε συθέμελα τον οικονομικό κόσμο, καθώς απέδειξε ότι θεωρίες και υποδείγματα που θεωρούσαν την αγορά σταθερή δεν ισχύουν, ενώ υπήρξε η αφορμή για επανεκτίμηση της λειτουργίας τόσο των χρηματοπιστωτικών αγορών όσο και του τρόπου με τον οποίο οι άνθρωποι λαμβάνουν τις οικονομικές και επενδυτικές τους αποφάσεις. Σύμφωνα με τον B.Eichengreen, η μεγάλη πιστωτική κρίση έθεσε εν αμφιβόλω όλα όσα θεωρούσαμε ότι γνωρίζουμε για τα οικονομικά.

Θεωρίες και μοντέλα της χρηματοοικονομικής (ορθολογικές προσδοκίες, θεωρία πραγματικών επιχειρηματικών κύκλων, υπόθεση αποτελεσματικότητας αγορών) είχαν εδραιώσει τη στρεβλή πεποίθηση περί σταθερότητας των αγορών. Οι Akerlof and Shiller θεωρούν ότι αν τα άτομα ήταν ορθολογικά δεν θα υπήρχαν υφέσεις και κρίσεις. Το γεγονός ότι υπάρχουν καθιστά από μόνο του το ορθολογικό μοντέλο ανεπαρκές. Για να

κατανοηθεί λοιπόν η πραγματική συμπεριφορά των ατόμων κρίνεται αναγκαίο να αμφισβητηθούν υποθέσεις και να εξεταστούν ψυχολογικοί και κοινωνικοί παράγοντες.

Παρά την ραγδαία ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής κατά τη δεκαετία του '90, οι επιχειρήσεις υπέφεραν από τρομερές απώλειες ακολουθώντας την κρίση που ξεκίνησε από την αγορά ακινήτων. Πως προέκυψε αυτό το ζήτημα είναι ένα θέμα που απασχολεί ιδιαίτερος τον οικονομικό κόσμο, ενώ υπάρχει έντονη ανησυχία να μην επαναληφθεί στο μέλλον. Παρόλο που ξέρουμε πως θα πρέπει να λαμβάνονται οι αποφάσεις δεν ξέρουμε πως πραγματικά λήφθηκαν (Rizzi). Το πρόβλημα δεν εντοπίζεται στα μηχανήματα ή τις διαδικασίες, αλλά στα ίδια τα άτομα. Σύμφωνα με τον G.Soros, το Κραχ του 2008 κλόνησε συθέμελα τον κρατούντα τρόπο προσέγγισης και ερμηνείας των χρηματοοικονομικών αγορών, την Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis ή EMH).

Η κρίση δεν ξέσπασε από κάποιον εξωγενή παράγοντα, όπως είναι η δημιουργία ή η διάλυση ενός πετρελαϊκού καρτέλ φερ' ειπείν, αλλά από το ίδιο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Αυτό θέτει υπό αμφισβήτηση τον ισχυρισμό ότι οι αγορές τείνουν προς την ισορροπία αφ' εαυτές και ότι οι αποκλίσεις προκαλούνται μόνο από εξωγενή πλήγματα. Ο οποίος μάλιστα προτείνει την θεωρία των ανακλαστικών, σύμφωνα με την οποία οι τιμές στην αγορά αντανakλούν τις προκαταλήψεις των παραγόντων της αγοράς.

Ο Friedman (1953), ανέπτυξε την άποψη, κάτι που ενστερνίζονται πολλοί επικριτές της συμπεριφορικής, ότι οι ορθολογικοί επενδυτές θα αντιδράσουν γρήγορα όταν παρατηρηθούν ανωμαλίες στην αγορά και θα τις διορθώσουν. Ωστόσο, σε περιπτώσεις όπου υφίστανται έντονα ανοδικά φαινόμενα στην αγορά τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν από τα βασικά οικονομικά μεγέθη των εταιριών ή από λόγους πολιτικής, κοινωνικής ή οικονομικής διάστασης, παρατηρούνται στη συνέχεια έντονα καθοδικές τάσεις. Αυτό δεν μπορεί να εξηγηθεί με βάση την ορθολογική συμπεριφορά, αλλά θα πρέπει να εμβαθύνουμε σε ψυχολογικά αίτια και να εξετάσουμε όλες τις πτυχές αυτής της συμπεριφοράς χρησιμοποιώντας τη βοήθεια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Η αξιολόγηση της πληροφορίας και ο τρόπος με τον οποίο οι νέες πληροφορίες επηρεάζουν την κατανομή των κεφαλαίων σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι μία από τις βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής. Σημαντικό ρόλο όπως φαίνεται και από τα μέχρι τώρα δεδομένα στην οικονομική κρίση στην Ελλάδα έχουν διαδραματίσει οι φήμες, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό καθορίζουν την πορεία της οικονομίας.

Από τη στιγμή που οι φήμες λοιπόν αποκτούν μια τόσο σημαντική διάσταση, κρίνεται αναγκαίο να αναλυθούν από μία χρηματοοικονομική σκοπιά. Ένας ακόμη λόγος που καθιστά τις φήμες πληροφορίες που χρήζουν μελέτης, είναι το γεγονός ότι οι φήμες επηρεάζονται από ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες. Οι φήμες περιέχουν ένα κοινωνικό στοιχείο, αφού χωρίς την επικοινωνία η φήμη δεν διαδίδεται. Η ψυχολογία παίζει επίσης σημαντικό ρόλο όταν οι φήμες αναπτύσσονται, αφού μπορεί να οδηγήσουν σε συναισθήματα όπως φόβος και άγχος. Σε τέτοιες καταστάσεις τα άτομα δεν μπορούν να πάρουν αποφάσεις τόσο ορθολογικά όσο σε άλλες περιπτώσεις [21][28].

Αυτά τα χαρακτηριστικά καθιστούν απαραίτητη τη μελέτη τους από τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, καθώς εμπεριέχουν στοιχεία από όλες τις επιστήμες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναλύει το θέμα από δύο οπτικές γωνίες. Η πρώτη στοχεύει στο ατομικό επίπεδο, όπου αναλύεται μεμονωμένα η διαδικασία λήψης μίας επενδυτικής απόφασης και η δεύτερη στο σύνολο της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, η συμπεριφορική αναλύει κάτω από ποιες προϋποθέσεις και πως τα άτομα λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις που αποκλίνουν από την τέλεια ορθολογική συμπεριφορά που περιγράφεται στην παραδοσιακή θεωρία της χρηματοοικονομικής. Ακόμη, στα πλαίσια της δεύτερης προσέγγισης, ισχυρίζεται ότι ανάμεσα σε άλλους παράγοντες, οι ατελείς ορθολογική συμπεριφορά είναι υπεύθυνη για την αποτυχία της Υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς.

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας,
[28] Slovic, P. (1972), "Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior",
Journal of Personality and Social Psychology, vol.22:1, pp.128-134.

Οι κεφαλαιαγορές πάντα είχαν μία τάση στις φήμες, καθώς όλες οι συναλλαγές βασίζονται στα νέα. Η κατοχή προνομιακών πληροφοριών μπορεί να οδηγήσει τους συμμετέχοντες στην αγορά σε υπέρογκα κέρδη. Στις κεφαλαιαγορές οι φήμες αντιμετωπίζονται σαν υποκατάστατο της πληροφορίας. Υπάρχει ένας αριθμός παραγόντων που κάνει τις χρηματαγορές ιδιαίτερα «ευαίσθητες» στις φήμες. Αυτοί είναι :

1. Ο αριθμός των συμμετεχόντων στις αγορές είναι περιορισμένος. Το μέγεθος της πιθανής δημοσιοποίησης μίας φήμης είναι περιορισμένο και οι επενδυτές έχουν ένα αποτελεσματικό δίκτυο πληροφόρησης.
2. Οι επενδυτές είναι επαγγελματίες στον τομέα τους και έχουν ένα υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας, με αποτέλεσμα να αξιολογούν όλες τις πληροφορίες που λαμβάνουν.
3. Οι επενδυτές βρίσκονται κάτω από συνεχή πίεση με αποτέλεσμα να μην έχουν το χρόνο να επαληθεύσουν τις πληροφορίες που λαμβάνουν.
4. Σε σύγκριση με άλλες φήμες, αυτές που αναφέρονται στις κεφαλαιαγορές, περιλαμβάνουν ένα χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Ωστόσο, ο επενδυτής βρίσκεται κάτω από συνεχή πίεση και πρέπει να αποφασίσει αν θα εμπιστευτεί την πηγή της φήμης ή θα ρισκάρει να χάσει χρήματα αν αυτή επαληθευτεί .
5. Οι κεφαλαιαγορές είναι ένας χώρος όπου αυτοί που λαμβάνουν αποφάσεις διαχέονται από πληροφορίες. Ωστόσο, όταν δεν υπάρχουν πληροφορίες αναπτύσσονται φήμες. Ο κάθε επενδυτής είναι πιθανό να δουλέψει με τις πιο ασφαλείς πληροφορίες που λαμβάνει και να βασιστεί σε παράγοντες που υποστηρίζουν τις απόψεις του.

Υπάρχουν έξι κατηγορίες φήμης που μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ανάλογα με την πηγή και την εμφάνιση [21]. Αυτές είναι :

1. Όταν το κοινό δεν λαμβάνει γρήγορες και σαφείς απαντήσεις σε ανοιχτά ερωτήματα. Διαμορφώνει την προσωπική του άποψη από καταστάσεις που

[21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας,

οδηγούν σε φήμη. Η εμφάνισή τους πρέπει να είναι τυχαία και αναπτυσσόμενη.

Το κοινό δημιουργεί και διαλέγει υποθέσεις που εμφανίζουν την υψηλότερη ικανοποίηση και τη μεγαλύτερη πιθανότητα να επαληθευτούν.

2. Σε αντίθεση με την παραπάνω περίπτωση μπορεί οι φήμες να έχουν εξαπλωθεί επίτηδες με σκοπό το κέρδος από ένα συγκεκριμένο γεγονός.

3. Μία πληροφορία που είναι δύσκολο να παρατηρηθεί ή ένα σήμα δημιουργεί μία φήμη. Το κοινό αντιδρά αυτόματα και με ένα υπερβολικό τρόπο σε αυτήν.

4. Επίσης, είναι πιθανό στην παραπάνω περίπτωση να διαδίδονται σίγουρες ερμηνείες πληροφοριών επίτηδες .

5. Η πέμπτη κατηγορία φήμης χαρακτηρίζεται από το γεγονός της αβέβαιης προέλευσης της φήμης. Είναι προϊόν της φαντασίας και συχνά δημιουργεί φόβο ή χαρά.

6. Σε αντίθεση με το παραπάνω, η φαντασία δημιουργεί φήμες που είναι πιο πιθανό να δημιουργούνται επίτηδες. Οι αυθόρμητες φήμες που προκύπτουν από ένα γεγονός θεωρείται ότι αποτελούν την πλειοψηφία των φημών στις χρηματαγορές. Γενικά, οι φήμες της φαντασίας δεν είναι πιστευτές στην αγορά και άρα δεν είναι πολύ ρεαλιστικές. Τέλος, είναι πιθανό πολλές φήμες να διαδίδονται επίτηδες στην αγορά.

Οι παραπάνω έξι κατηγορίες της φήμης αφορούν κάθε κατηγορία φήμης. Οι φήμες στις χρηματαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν περαιτέρω σε δυο διαστάσεις και τέσσερις κατηγορίες.

1. Γενικές φήμες δημόσιου χαρακτήρα (Για παράδειγμα, η εκτέλεση του Σαντάμ Χουσεΐν).

2. Συγκεκριμένες φήμες δημόσιου χαρακτήρα (Για παράδειγμα, ο ΟΠΕΚ σύναψε συμφωνία για αύξηση της παραγωγής πετρελαίου).

3. Γενικές φήμες της αγοράς (Για παράδειγμα, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορεί να αντιμετωπίσουν επιπλέον νομοθετικές παρεμβάσεις).

4. Συγκεκριμένες φήμες της αγοράς (Για παράδειγμα φήμες για συγχώνευση συγκεκριμένων εταιριών).

Κεφάλαιο 6. Σύνοψη και συμπεράσματα

6.1 Σύνοψη

Η παρούσα εργασία αποσκοπεί στο να πραγματοποιήσει μια ενδελεχή βιβλιογραφική φύσεως ανάλυση στο πεδίο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και ειδικότερα στο πώς αυτή μπορεί να συμβάλει στη λήψη αποφάσεων εκ μέρους των επενδυτών, ακόμα και σε περιόδους κρίσης.

Προς τούτο, μετά από μια σύντομη εισαγωγή, στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας περιγράφηκε η έννοια του κινδύνου, αλλά και το πώς μπορεί να καταστεί διαχειρίσιμος.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας περιγράφηκαν τρόποι ελαχιστοποίησης του κινδύνου, καθώς επίσης και η τεχνική της διαφοροποίησης των επενδύσεων.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύθηκε η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς και οι υποθέσεις που τη διέπουν.

Κατόπιν, το τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας ανέλυσε σε θεωρητικό επίπεδο τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, ενώ το πέμπτο κεφάλαιο περιέγραψε το πώς η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να συμβάλει στη λήψη αποφάσεων.

6.2 Συμπεράσματα

Εν κατακλείδι, στην χρηματοοικονομική αγορά πρωταρχικό ρόλο παίζει ο επενδυτής ο οποίος λαμβάνει τις αποφάσεις, με σκοπό να έχει το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος με το μικρότερο δυνατό κόστος. Γι αυτό η ψυχολογία παίζει σημαντικό ρόλο στην λήψη των χρηματοοικονομικών αποφάσεων

δημιουργώντας αποκλίσεις από την ορθολογική συμπεριφορά. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αποτελεί μία επανάσταση του χρηματοοικονομικού κλάδου, αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας, στοχεύοντας να διερευνήσει τα αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων και να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς.

Είναι εν γένει δύσκολο να κατανοηθούν πλήρως όλοι οι μηχανισμοί που περιγράφουν τη σκέψη και την κρίση του επενδυτή κυρίως εν μέσω περιόδων κρίσης, όμως είναι απαραίτητο να χρησιμοποιείται επιστημονικά ο κλάδος της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής από όσους επιθυμούν να μελετήσουν και να προτείνουν νέους αποτελεσματικούς τρόπους λήψης αποφάσεων από τους επενδυτές, με το μόνιμο στόχο της εξασφάλισης των κερδών τους κατά το δυνατόν.

Βιβλιογραφία

- [1] Πετράκης, Μ. (2006), Έρευνα Marketing: η Ερευνητική Μεθοδολογία, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- [2] Kerlinger, F. (1979), Foundations of Behavioral Research, New York.
- [3] Mouly, G.J. (1970), The Science of Educational Research, New York, Nostrand
- [4] S. Allen. Financial Risk Management. John Wiley & Sons, New Jersey, 2003.
- [5] Χαραλαμπίδης Μ (2009), «Διαχείριση κινδύνων – διδάγματα από την κρίση και προοπτικές, Τράπεζα Πειραιώς
- [6] Μητσίοπουλος Γ., « Χρηματιστηριακές Κρίσεις και Επενδυτικά Εργαλεία», Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2001.
- [7] Θεοδωρόπουλος Θ., «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2000
Φίλιππας Ν. ,«Επενδύσεις», Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, Αθήνα 2005.
- [8] Χολέβας Γ., «Το Χρηματιστήριο», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 1995.
- [9] Χαράμης Γ., «Επενδυτικές Επιλογές του Μέσου Έλληνα», Εκδόσεις Nubis, Αθήνα 1998.
- [10] Αλεξάκης Χ., Ξανθάκης Ε., «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 20008.
- [11] Σπύρος Σ., «Εισαγωγή στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική» , Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2009.
- [12] Σπύρος Σ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003.
- [13] Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Η Αγορά Μετοχών, Εκδόσεις Χ.Α.Α., Αθήνα 2001
- [14] www.adex.ase.gr, πρόσβαση Ιούλιος 2012
- [15] S. Allen. Value-at-Risk for Exotic Options. Paper presented at the Risk publications conference on Value-at-Risk, New York, October, 1996.
- [16] Dasgupta, S., Papadimitriou, C. H., & Vazirani, U. V. (2006). Algorithms (εκδ.penultimate draft). University of Berkeley / DP of Electrical Engineering & Computer Sciences.
- [17] Demeulemeester, E. L., & Herroelen, W. S. (2002). PROJECT SCHEDULING - A Research Handbook. KLUWER ACADEMIC PUBLISHERS.

- [18] Goldratt, E. M. (1997). Critical Chain. THE NORTH RIVER PRESS.
- [19] Leach, L. P. (2004). Critical Chain Project Management. Artech House.
- [20] Luke, S. (2010). Essentials of Metaheuristics (Online Version 0.7 εκδ.). George Mason University / Department of Computer Science.
- [21] Καραγιαννίδου Α (2010), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2010
- [22] Fama, E.F. (1965), "The behavior of the stock market prices", Journal of Business, vol.38, pp.34-105.
- [23] Fama, E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance, vol.25, pp. 383-417.
- [24] Νούλας, Α. (2010), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Πανεπιστημιακές εκδόσεις.
- [25] Σπύρου, Σ. (2009), «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.
- [26] Barberis, N. and Thaler, R. (2003), "A survey of behavioral finance", in Handbook of Economics of finance, vol.1 part2, pp.1053-1128.
- [27] Ricciardi, V. and Simon, H. (2000), "What is Behavioral Finance?", Business Education and Technology Journal.
- [28] Slovic, P. (1972), "Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior", Journal of Personality and Social Psychology, vol.22:1, pp.128-134.
- [29] Kahneman, D. and Tversky, A. (Eds.) (2000), "Choices, values and frames", New York: Cambridge University Press.
- [30] Χρήστος Αλεξιάκης , Μανώλης Ξανθάκης «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική» ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε Αθήνα 2008

