



Τμήμα Οικονομικών
Επιστημών



**MSc law &
economics**

DEPARTMENT of ECONOMICS,
UNIVERSITY of MACEDONIA
and SCHOOL of LAW,
ARISTOTLE UNIVERSITY of THESSALONIKI



ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
Νομική Σχολή

ΔΙΪΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

Διπλωματική Εργασία

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

της

ΚΛΑΡΑΣ ΚΥΡΟΥ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
Ειδίκευσης Δίκαιο και Οικονομικά
Στον Τομέα των Επιχειρήσεων

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια: Κύρτσου Αικατερίνη, Καθηγήτρια

Νοέμβριος 2019

...σε όλους

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να εξεταστεί η Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση και τα αποτελέσματά της. Το αντικείμενο μελέτης αποτελεί μία πρόσφατη προσέγγιση στο πεδίο της Κλασικής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ερμηνεύεται η συμπεριφορά των μάνατζερ καθώς και πώς αυτή διαμορφώνεται υπό την καθοδήγηση ψυχολογικών και συναισθηματικών παραγόντων. Ταυτόχρονα, αναλύεται πώς συχνά οι μάνατζερ οδηγούνται σε σφάλματα κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ως απόρροια αυτού, επιλέγονται τελικά διαφορετικές μέθοδοι διοίκησης της επιχείρησης. Τέλος, παρουσιάζεται η επίπτωση που έχουν τα σφάλματα των μάνατζερ στις εταιρικές αποφάσεις με τη βοήθεια εταιρικών χρηματοοικονομικών δεικτών. Τέτοια παραδείγματα αφορούν στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, στις χρηματοδοτικές και στρατηγικές αποφάσεις.

Λέξεις – Κλειδιά: Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση, σφάλματα, εταιρικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine Behavioral Corporate Governance and its results. The object of study is a new approach of Traditional Corporate Governance. Using this method, we can explain manager's behavior as well as the effects of psychological and emotional factors. In addition, this analysis also indicates that managers can lead to cognitive biases in decision - making process. Finally, by using corporate financial ratios, this study presents the results of manager's cognitive biases and its impact on corporate decisions. For example, the determinants of capital structure, financial and strategy decisions.

Keywords: Behavioral Corporate Governance, biases, corporate financial ratios

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	V
ABSTRACT.....	VII
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ I: Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση	3
1.1 Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	3
1.2 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	4
1.3 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)	5
1.3.1 Το Πρόβλημα Αντιπροσώπευσης (The Agency Problem).....	6
1.3.2 Κόστη Αντιπροσώπευσης (Agency Costs).....	7
1.4 Κλασική Προσέγγιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	8
1.4.1 Ορθολογική Συμπεριφορά (Rational Behavior).....	8
1.4.2 Αποτελεσματικές Αγορές (Efficient Markets)	10
1.5 Συμπεριφορική Προσέγγιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης	11
1.5.1 Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση	12
1.5.2 Ευριστικοί Κανόνες και Σφάλματα (Heuristics and Biases).....	13
1.5.2.1 Διαφορές στη χρήση Ευριστικών Κανόνων και Σφαλμάτων μεταξύ ιδιοκτητών και μάνατζερ.....	16
1.5.3 Περιορισμένος Ορθολογισμός (Bounded Rationality).....	17
1.5.4 Συμπεριφορά επενδυτών και μάνατζερ: Δύο διαφορετικές προσεγγίσεις	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ II: Εμπειρικά αποτελέσματα	23
2.1 Η έννοια των Εταιρικών Χρηματοοικονομικών Δεικτών (Corporate Financial Ratios)	23
2.2 Ανάλυση Εταιρικών Χρηματοοικονομικών Δεικτών.....	23
2.2.1 Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)	23
2.2.2 Δείκτες Μόχλευσης (Leverage/Debt Ratios)	26
2.2.3 Δείκτης Τιμής Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E ratio)	29
2.3 Η υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence) των μάνατζερ	30
2.3.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital Structure)	31
2.3.2 Ωρίμανση Χρέους (Debt Maturity)	33
2.3.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Mergers and Acquisitions)	34
2.4 Η αισιοδοξία (optimism) των μάνατζερ.....	35
2.4.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital Structure)	36
2.4.2 Διακράτηση Μετρητών (Cash Holdings).....	37
2.5 Η αποστροφή απώλειας (loss aversion) των μάνατζερ	38
2.5.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital Structure)	39

2.6 Επίδραση άλλων χαρακτηριστικών των μάνατζερ στην επενδυτική στρατηγική της επιχείρησης.....	40
2.7 Αλληλεπίδραση προσωπικής και εταιρικής μόχλευσης (CEO personal and corporate leverage).....	41
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	45
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	47

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνών της οικονομικής επιστήμης. Ανεξαρτήτως του θέματος που αναλύεται στην εκάστοτε έρευνα, το βασικό συμπέρασμα που εξάγεται με απόλυτη σύγκλιση απόψεων είναι πως αποτελεί ένα πολυδιάστατο και πολύπλοκο φαινόμενο. Επομένως, πρέπει κάθε φορά να εξετάζονται με λεπτομέρεια οι συνθήκες στις οποίες δραστηριοποιείται η επιχείρηση, οι ανάγκες της και οι βασικοί της στόχοι.

Το πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης πραγματεύεται τον τρόπο διοίκησης και ελέγχου της επιχείρησης και εξετάζει όλες τις σχέσεις που απορρέουν από τις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων της επιχείρησης. Μέχρι πρότινος, ήταν έντονη η μελέτη και η ανάλυση αυτού του πεδίου υπό το πρίσμα της κλασικής, παραδοσιακής προσέγγισης. Τις τελευταίες δεκαετίες όμως, κρίθηκε αναγκαία η μελέτη του πραγματικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, γεγονός που οδήγησε στη δημιουργία μίας διαφορετικής προσέγγισης, της Συμπεριφορικής Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Κύριο αντικείμενο της παραπάνω προσέγγισης αποτελεί η συμπεριφορική ερμηνεία των εμπλεκόμενων μερών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων της επιχείρησης. Μέσω αυτής, καταρρίπτονται αρκετά από τα βασικά χαρακτηριστικά που ίσχυαν έως τότε για το επιχειρησιακό περιβάλλον και παρατίθενται στοιχεία που συνάδουν περισσότερο με τις πραγματικές συνθήκες.

Πιο συγκεκριμένα, αναφέρεται πως τα μέρη που συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, όπως οι ιδιοκτήτες και οι μάνατζερ της επιχείρησης, τελικά δεν δρουν με απόλυτα ορθολογικό τρόπο, καθώς σε αυτά ασκούν επιρροή διάφοροι συναισθηματικοί και ψυχολογικοί παράγοντες. Ταυτόχρονα, ως βοηθητικό εργαλείο στη διαμόρφωση των απόψεών τους και κατ' επέκταση των εταιρικών αποφάσεων, η αξιοποίηση της εμπειρίας τους διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο. Επομένως, συμπεραίνεται πως οι ιδιοκτήτες και οι διοικούντες επιχειρήσεων, δεν διαφέρουν δραματικά από το γενικό πληθυσμό στα ερεθίσματα και στον τρόπο που επηρεάζονται από εξωτερικούς παράγοντες. Έτσι, πολλές φορές δεν κρίνεται επαρκής μόνο η κατοχή εξειδικευμένων γνώσεων και δεξιοτήτων αναφορικά με το επιχειρησιακό περιβάλλον.

Στην παρούσα μελέτη επιδιώκεται να διευρυνθεί περαιτέρω η νέα προαναφερθείσα προσέγγιση και τα αποτελέσματά της. Πιο αναλυτικά, αναφορικά με τη διάρθρωση της εργασίας, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται εκτενώς ο τρόπος που

διοικείται και ελέγχεται η επιχείρηση, δηλαδή το κυριότερο αντικείμενο μελέτης της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αρχικά, αναφέρονται τα βασικά χαρακτηριστικά της Κλασικής Εταιρικής Διακυβέρνησης, γεγονός που συμβάλλει στη μετέπειτα σύγκριση με τη Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση. Στη συνέχεια, αναλύεται η συμπεριφορά των εμπλεκόμενων μερών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και από ποιους παράγοντες διαμορφώνεται. Παράλληλα, περιγράφονται τα πιο συνήθη σφάλματα στα οποία οδηγούνται οι μάνατζερ των επιχειρήσεων όταν καλούνται να λάβουν εταιρικές αποφάσεις. Το δεύτερο κεφάλαιο αφορά στα αποτελέσματα που έχουν τα παραπάνω σφάλματα σε διάφορες κατηγορίες εταιρικών αποφάσεων και στρατηγικών επιλογών. Συγκεκριμένα, κατηγοριοποιούνται τα σφάλματα και αναλύονται οι άμεσες συνέπειες που έχουν στα μικροχρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ I: Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση

1.1 Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Αρχικά, η μελέτη του περιβάλλοντος της επιχείρησης αποτελεί ένα πολυδιάστατο και πολύπλοκο φαινόμενο. Η επιχείρηση αποτελεί ζωντανό οργανισμό, στο περιβάλλον της οποίας δραστηριοποιούνται και αλληλοεξαρτώνται διαφορετικές ομάδες συμφερόντων, όπως για παράδειγμα μέτοχοι, διοικητικό συμβούλιο, πιστωτές, εργαζόμενοι και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη της. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, συχνά, η επιδίωξη κάθε ατόμου είναι διαφορετική, με αποτέλεσμα να δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων, παρεμποδίζοντας έτσι την αποτελεσματική και ομαλή λειτουργία της επιχείρησης.

Έτσι, για να απαλειφθούν τα εμπόδια που οδηγούν σε μεγάλο κίνδυνο την πορεία της θα πρέπει, πρώτα από όλα, να αποσαφηνιστεί ο τρόπος λειτουργίας της και να γίνει κατανοητός ο όρος της «Εταιρικής Διακυβέρνησης» (Corporate Governance). Διαχρονικά, έχουν δοθεί πολλοί ορισμοί.

Αναλυτικότερα, σε μία από τις σημαντικότερες έρευνες που έχουν γίνει στο πεδίο αυτό, οι οικονομολόγοι Shleifer & Vishny (1997), αναφέρουν πως η Εταιρική Διακυβέρνηση πραγματεύεται τις μεθόδους, σύμφωνα με τις οποίες οι πιστωτές της επιχείρησης εξασφαλίζουν ότι θα τους επιστραφούν (έντοκα) τα κεφάλαια που διέθεσαν στην επιχείρηση. Με αυτόν τον τρόπο, οι πιστωτές νιώθουν μεγαλύτερη ασφάλεια για τα χρήματα που διέθεσαν και ταυτόχρονα η κίνησή τους αυτή θεωρείται ως κερδοφόρα επένδυση.

Στη συνέχεια της ίδιας έρευνας, αναφέρεται ότι οι μηχανισμοί της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι οικονομικοί και νομικοί θεσμοί που αλλάζουν μέσω της πολιτικής διαδικασίας, ενώ ταυτόχρονα παραθέτει και έναν τρίτο ορισμό λέγοντας ουσιαστικά πως ο όρος αυτός παραπέμπει στην κλασική θεωρία αντιπροσώπευσης (principal-agent theory), σχετικά με το διαχωρισμό ελέγχου (control) και ιδιοκτησίας (ownership) της επιχείρησης. Επιπλέον, με το διαχωρισμό αυτό, δημιουργείται συχνά απόκλιση των συμφερόντων μεταξύ των διαφορετικών μερών της επιχείρησης και το συμβόλαιο συχνά αποτυγχάνει, καθώς επιδιώκονται διαφορετικοί στόχοι με σκοπό το μέγιστο ατομικό κέρδος. Το πρόβλημα αυτό είναι γνωστό ως «το πρόβλημα αντιπροσώπευσης» (the agency problem).

1.2 Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Παράλληλα, ιδιαίτερα αξιοσημείωτο και διεθνές σημείο αναφοράς αποτελεί το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης που δημοσίευσε, για πρώτη φορά το 1999, ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Ο.Ο.Σ.Α.), γνωστό ως «Αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης» (OECD, 2015). Με την πάροδο του χρόνου, ο Ο.Ο.Σ.Α. με βασικό γνώμονα το συνεχώς εξελισσόμενο περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, προχώρησε (2014/15) στην αναθεώρηση των Αρχών. Παρόλα αυτά, υποστηρίζεται πως διαχρονικά η διαφάνεια, η λογοδοσία, η εποπτεία του διοικητικού συμβουλίου, ο σεβασμός για τα δικαιώματα των μετόχων και ο ρόλος όλων των ενδιαφερόμενων μερών της επιχείρησης αποτελούν τον πυρήνα για την καλή λειτουργία ενός συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης και παραμένουν στοιχεία υψίστης σημασίας.

Σύμφωνα με τις Αρχές, η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται ως οι μέθοδοι και οι διαδικασίες σύμφωνα με τις οποίες ένας οργανισμός διευθύνεται και ελέγχεται. Επιπλέον, συμπεριλαμβάνει όλες τις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των διαφορετικών ομάδων στο πλαίσιο λειτουργίας της επιχείρησης. Τονίζεται πως πρέπει να δοθούν τα κατάλληλα κίνητρα, προσαρμοσμένα στην κάθε ομάδα ξεχωριστά για να επιτευχθούν οι στόχοι της επιχείρησης τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και μακροπρόθεσμο επίπεδο.

Ταυτόχρονα, αν και το πλαίσιο αυτό απευθύνεται κυρίως σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, αποτελεί βοηθητικό υλικό και για τις μη εισηγμένες, καθώς εμπεριέχει στοιχεία που εύκολα μπορούν να προσαρμοστούν στο περιβάλλον του κάθε οργανισμού. Εξάλλου διευκρινίζεται πως οι Αρχές θα πρέπει να προσαρμόζονται ανάλογα με τις ανάγκες και τις απαιτήσεις του κάθε οργανισμού, αλλά κυρίως θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη διάφοροι ακόμη παράγοντες που επηρεάζουν τον τρόπο λειτουργίας του, όπως οικονομικοί, πολιτικοί, νομικοί, κουλτούρα κι άλλοι.

Επομένως, γίνεται αντιληπτό πως δεν υπάρχει συγκεκριμένο και μοναδικό πλαίσιο το οποίο πρέπει να ακολουθεί πιστά κάθε επιχείρηση για να επιτευχθούν οι στόχοι και η οικονομική ευημερία της. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει στη δημιουργία ποικίλων συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης και ο κάθε οργανισμός οφείλει να επιλέξει το καταλληλότερο με κριτήριο το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον του.

1.3 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, τη δομή μίας επιχείρησης πλαισιώνουν διαφορετικές ομάδες συμφερόντων, με την κάθε μία να διαδραματίζει το δικό της ρόλο στην πορεία και εξέλιξή της. Έτσι, σημαντικό είναι να εξετάσουμε πως οι ομάδες αυτές συνυπάρχουν και αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Μία από τις βασικές θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η Θεωρία Αντιπροσώπευσης, η οποία αρχικά προτάθηκε από τον Adam Smith (1776) και στη συνέχεια αναλύθηκε εκτενώς από τους Berle & Means (1932). Η Θεωρία αυτή πραγματεύεται το διαχωρισμό ελέγχου (control) και ιδιοκτησίας (ownership) της επιχείρησης ή αλλιώς πιο αναλυτικά, τη χρηματοδότηση (finance) και το μάνατζμεντ (management) (Shleifer & Vishny, 1997).

Επομένως, κατηγοριοποιεί σε δύο ομάδες τα άτομα που είναι κυρίως υπεύθυνα για τη λειτουργία της επιχείρησης. Στην πρώτη ομάδα, ανήκουν αυτοί που έχουν τη μεγαλύτερη συνεισφορά σχετικά με τη χρηματοδότηση της και επομένως αποτελούν τους ιδιοκτήτες της ή τους μετόχους, ενώ στη δεύτερη ομάδα τα άτομα που είναι υπεύθυνα για τον έλεγχο ή αλλιώς τη διαχείριση των πόρων που προέρχονται από τη χρηματοδότηση των ιδιοκτητών, δηλαδή η εκτελεστική διοίκηση της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα, η σχέση αντιπροσώπευσης θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα συμβόλαιο μεταξύ ενός ή περισσότερων εντολέων (principal) και ενός ή περισσότερων εντολοδόχων ή αντιπροσώπων (agent). Οι εντολείς, ιδιοκτήτες ή μέτοχοι της επιχείρησης, προσλαμβάνουν αντιπροσώπους για να πραγματοποιούν τις απαραίτητες ενέργειες εκ μέρους τους, παραχωρώντας στους εντολοδόχους δικαιώματα στη διαδικασία λήψης αποφάσεων (Jensen & Meckling, 1976).

Επιπλέον, οι λόγοι που καθιστούν αναγκαία την ύπαρξη ενός τέτοιου συμβολαίου είναι πολλοί, καθώς η συμβολή και ο ρόλος των δύο μερών αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της επιχείρησης. Από τη μία πλευρά, οι μάνατζερ διαθέτουν τις γνώσεις, πληροφορίες και όλα τα απαραίτητα εφόδια, αλλά έχουν άμεση ανάγκη από χρηματοδότηση και έτσι αντλούν κεφάλαια από τους επενδυτές για να τα αξιοποιήσουν σε παραγωγικούς σκοπούς. Ενώ αντίθετα, οι επενδυτές αν και διαθέτουν τα κεφάλαια, δεν έχουν επιπλέον χαρακτηριστικά που θα μπορούσαν να συμβάλλουν στη σωστή διαχείριση τους, ώστε να τους αποφέρουν κέρδη. Έτσι χρειάζονται το ανθρώπινο κεφάλαιο, δηλαδή τους μάνατζερ για να τα διαχειριστούν με τις κατάλληλες μεθόδους (Shleifer & Vishny, 1997).

1.3.1 Το Πρόβλημα Αντιπροσώπησης (The Agency Problem)

Όπως περιγράφεται η παραπάνω αλληλοεξαρτώμενη σχέση, αναμενόμενο θα ήταν να εξαχθεί το συμπέρασμα πως πρόκειται για αρμονική, μη συγκρουσιακή σχέση. Στην πραγματικότητα όμως, με το διαχωρισμό αυτό, προκύπτει το πιο γνωστό πρόβλημα στο πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης, το πρόβλημα αντιπροσώπησης (the agency problem). Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές της επιχείρησης δεν μπορούν να είναι απόλυτα σίγουροι πως τα χρήματα που διέθεσαν προς εκμετάλλευση στους μάνατζερ θα επενδυθούν με αποδοτικό, κερδοφόρο τρόπο (Shleifer & Vishny, 1997).

Ιδανικά, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, το πρόβλημα αυτό θα μπορούσε να αποφευχθεί εάν το διμερές συμβόλαιο κάλυπτε πλήρως την παραπάνω προϋπόθεση και γνωστοποιούνταν με ακρίβεια ο τρόπος αξιοποίησης των κεφαλαίων εκ μέρους των μάνατζερ και η διανομή των κερδών. Στην περίπτωση αυτή, και εφόσον συντρέχουν οι παραπάνω προϋποθέσεις το συμβόλαιο χαρακτηρίζεται ως τέλειο συμβόλαιο (complete contract). Στην πραγματικότητα όμως, η σύναψη τέλειων συμβολαίων είναι ανέφικτη.

Αναλυτικότερα, συχνά, οι επιχειρήσεις παρομοιάζονται με ζωντανό οργανισμό, επομένως το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται αποτελεί δέκτη συνεχών μεταβολών. Άμεση απόρροια αυτού του γεγονότος είναι η δυσκολία πρόβλεψης όλων των δυσκολιών και προβλημάτων που ενδέχεται να προκύψουν κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής της. Επομένως, κατά τη διαδικασία σύναψης συμβολαίων είναι αδύνατο να έχουν προβλεφθεί με ακρίβεια όλα τα απρόβλεπτα γεγονότα που πρόκειται να συμβούν, ώστε να συμπεριληφθούν όλες οι απαραίτητες ενέργειες που θα προκύψουν εξαιτίας τους. Αυτός είναι ο κυριότερος λόγος που σχετίζεται με τη μη σύναψη τέλειων συμβολαίων (Shleifer & Vishny, 1997).

Τέλος, σημαντικό είναι να αναφερθεί πως μεταξύ των επενδυτών και μάνατζερ της επιχείρησης, έχει γίνει κατανομή δικαιωμάτων, που τους επιτρέπει να αποφασίζουν τις κινήσεις που θα γίνουν, όταν προκύπτουν απρόβλεπτα γεγονότα. Τα δικαιώματα αυτά, είναι γνωστά ως ύστατα δικαιώματα ελέγχου (residual control rights). Συνήθως, καταλήγουν στους μάνατζερ διότι είναι τα πρόσωπα που διαθέτουν περισσότερα προσόντα και καλύτερη πληροφόρηση, ώστε να διαχειριστούν καταλληλότερα τέτοιες καταστάσεις και να αποφασίσουν πως θα διανεμηθούν τα κέρδη.

1.3.2 Κόστη Αντιπροσώπευσης (Agency Costs)

Αρχικά, σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οι εντολείς προσλαμβάνουν τους εντολοδόχους, με την ιδιότητα των αντιπροσώπων τους, με σκοπό να λαμβάνουν αποφάσεις και να λειτουργούν προς συμφέρον των εντολέων τους. Συχνά όμως, η σχέση αυτή αποτυγχάνει και οι μάνατζερ ενεργούν προς ίδιον όφελος και μάλιστα στρέφονται πολλές φορές σε ενέργειες επιζήμιες για τους εντολείς τους. Το φαινόμενο αυτό βασίζεται στους διαφορετικούς στόχους που θέτουν εντολείς και εντολοδόχοι, καθώς επίσης στο γεγονός ότι τα δύο μέρη επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν τις χρησιμότητές τους, με το μικρότερο δυνατό κόστος (Jensen & Meckling, 1976).

Έτσι, επιπλέον οι συγγραφείς αναφέρουν ότι οι εντολείς προσπαθούν να ευθυγραμμίσουν όσο το δυνατόν τα συμφέροντα τους με αυτά των εντολοδόχων, αλλά και να περιορίσουν την αποκλίνουσα συμπεριφορά των αντιπροσώπων. Αυτό επιτυγχάνεται με διάφορες μεθόδους που συνεπάγονται όμως κόστη, τα κόστη αντιπροσώπευσης.

Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, τα κόστη αντιπροσώπευσης θα μπορούσαν να κατηγοριοποιηθούν σε τρεις ομάδες. Στην πρώτη ομάδα, ανήκουν τα κόστη παρακολούθησης, που επιβαρύνουν τον εντολέα και σχετίζονται με την εφαρμογή μεθόδων ελέγχου, όπως για παράδειγμα συστήματα ελέγχου, περιορισμοί στον προϋπολογισμό, συστήματα αμοιβών με κίνητρα, ελεγκτικές διαδικασίες. Στη δεύτερη, ανήκουν τα κόστη δέσμευσης, τα οποία επιβαρύνουν τον εντολοδόχο. Κατά αυτόν τον τρόπο, εξασφαλίζεται ότι αυτοί θα λειτουργούν με γνώμονα τα συμφέροντα των εντολέων τους και στις περιπτώσεις που αυτό δεν θα ισχύει, θα προβαίνουν σε αποζημίωση αυτών. Τέλος, στην τρίτη ομάδα, ανήκει η υπολειμματική ζημία που επιβαρύνει τον εντολέα. Πρόκειται για την απώλεια που παρατηρείται στον πλούτο του εντολέα, εξαιτίας των αποκλίσεων που υπάρχουν μεταξύ των αποφάσεων που έχουν ληφθεί από τους εντολοδόχους και των αποφάσεων εκείνων με σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των εντολέων.

Επομένως, συμπεραίνεται πως παρά τις έντονες αντιπαραθέσεις που υπάρχουν ανάμεσα στους εντολείς και τους αντιπροσώπους τους, υπάρχουν τρόποι να συρρικνωθούν οι αποκλίσεις και τα προβλήματα που δημιουργούνται εξαιτίας αυτών. Στην οικονομική επιστήμη όμως, αυτό συνεπάγεται ότι θα αποφέρει μεταβολές στην οικονομική ευημερία των συμβαλλόμενων και ανάλογα με την ισχύουσα περίπτωση, το

αρμόδιο συμβαλλόμενο μέρος καλείται να επωμιστεί τις συνέπειες, δηλαδή τα αντίστοιχα κόστη.

1.4 Κλασική Προσέγγιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Με βάση όλα τα προαναφερθέντα, το πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης πραγματεύεται το διαχωρισμό ελέγχου και ιδιοκτησίας της επιχείρησης, περιγράφει τα προβλήματα που απορρέουν από το διαχωρισμό αυτό και τη σχέση αλληλεπίδρασης μάνατζερ και ιδιοκτητών. Βασικός σκοπός είναι η εξάλειψη των προβλημάτων μέσω της ευθυγράμμισης των συμφερόντων εντολέων και εντολοδόχων. Αυτό επιτυγχάνεται έχοντας όμως κάποιο κόστος, τα κόστη αντιπροσώπευσης και έτσι οι εντολοδόχοι καλούνται να ενεργούν προς το συμφέρον των εντολέων τους. Η παραπάνω περιγραφή αποτελεί συνοπτική περίληψη του πεδίου που ασχολείται με την επιστήμη της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Στην ενότητα αυτή όμως, θα αναλυθεί ευρύτερα ο όρος αυτός και θα περιγραφούν οι κυριότερες συνθήκες που ισχύουν για το περιβάλλον της επιχείρησης, υπό το πρίσμα της παραδοσιακής, κλασικής προσέγγισης στην Εταιρική Διακυβέρνηση.

Έτσι, η παραδοσιακή προσέγγιση που βασίζεται στη δημιουργία ή αύξηση της εταιρικής αξίας, δηλαδή στην οικονομική ευημερία των μετόχων, έχει ως θεμέλιο τρεις συνθήκες: α) την ορθολογική συμπεριφορά (rational behavior), β) τις αποτελεσματικές αγορές (efficient markets), γ) το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (the capital asset pricing model) (Shefrin, 2001). Πιο συγκεκριμένα, θα αναλυθούν οι δύο πρώτες συνθήκες, κρίνοντας αναγκαία την παράθεση λεπτομερειών, οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο μελέτης και στη συνέχεια της εργασίας.

1.4.1 Ορθολογική Συμπεριφορά (Rational Behavior)

Σύμφωνα με τον Fromlet (2001), στα κλασικά και νεοκλασικά οικονομικά συναντάται ο όρος του homo oeconomicus και περιγράφεται ως το ιδανικό υπόδειγμα ανθρώπου, ο οποίος λειτουργεί ορθολογικά, έχει τέλεια πληροφόρηση για όλες τις εναλλακτικές επιλογές και πάντα βελτιστοποιεί την ωφέλειά του.

Αρχικά, η ορθολογικότητα (rationality) θα μπορούσε να επεξηγηθεί με τον όρο της «άριστης απόφασης». Ο χαρακτηρισμός αυτός δεν υποκρύπτει απαραίτητα ότι πρόκειται πάντα για τη σωστή επιλογή, απλώς η απόφαση προδιαθέτει να έχει τα πιο «σωστά» χαρακτηριστικά μεταξύ όλων των εναλλακτικών επιλογών, από οικονομική

σκοπία. Έτσι, η ορθολογική συμπεριφορά ενός ατόμου συμπεριλαμβάνει τις «σωστές» κινήσεις που πραγματοποιεί ένα άτομο κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, με στόχο την ικανοποίηση των ατομικών του συμφερόντων στο καλύτερο δυνατό επίπεδο.

Αναλυτικότερα, το ορθολογικό μοντέλο αποτελεί το θεμέλιο κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων στην οικονομική επιστήμη εδώ και πάρα πολλά χρόνια. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη θεωρία της ορθολογικής επιλογής, το οικονομούν άτομο που εμπλέκεται στη διαδικασία ενδιαφέρεται, κυρίως, για την επίτευξη των ατομικών του συμφερόντων, με απώτερο σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς του. Παράλληλα, χαρακτηρίζεται από προκαθορισμένες, σταθερές προτιμήσεις, οι οποίες είναι άμεσα ορατές στο τελικό αποτέλεσμα, καθώς παραμένουν αμετάβλητες στο χρόνο (Marnet, 2007).

Επιπλέον, το ορθολογικό άτομο έχει την ιδιότητα να εφαρμόζει εκθετική προεξόφληση σε μελλοντικά γεγονότα και αποτελέσματα, καθώς επίσης παρουσιάζεται προσκολλημένο σε διάφορους κανόνες, αξιώματα. Τέλος, παρατηρείται πως δεν μένει αδιάφορο ως προς όλες τις δυνατές εναλλακτικές επιλογές που έχουν παρουσιαστεί, απλώς είναι ικανό να τις επεξεργάζεται και να καταλήγει σε αυτή με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση.

Θεωρητικά, τα άτομα που κατέχουν ισχυρές θέσεις στην ιεραρχική πυραμίδα της επιχείρησης, χαρακτηρίζονται ως ορθολογικά. Για παράδειγμα, όσοι διευθύνουν και ασκούν έλεγχο, όπως τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, έχουν υψηλό ενδιαφέρον για τη φήμη τους, τα μελλοντικά εισοδήματα, αλλά και τις προοπτικές τους στην αγορά εργασίας. Επομένως, για να παρθούν οι σωστές αποφάσεις σχετικά με τα παραπάνω ζητήματα, θα πρέπει να προβούν σε ανάλυση κόστους – ωφέλειας (cost –benefit analysis), ώστε να είναι πλήρως ενημερωμένοι και να επιλέξουν την καλύτερη δυνατή εναλλακτική.

Παρόλα αυτά, στο πραγματικό περιβάλλον της επιχείρησης, έχει αποδειχθεί πως όλα τα άτομα που συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων του οργανισμού, όσο και οι επενδυτές δεν δρουν τελικά με αμιγώς ορθολογικό τρόπο. Υπάρχει μια πληθώρα αιτιών που τους απομακρύνει από το σωστό, λογικό τρόπο σκέψης και καταλήγουν σε λιγότερο αποδοτικές επιλογές τόσο σε ατομικό όσο και επιχειρησιακό επίπεδο. Συγκεκριμένα, ο Marnet (2007) υποστηρίζει πως ψυχολογικοί παράγοντες τείνουν να έχουν τη μεγαλύτερη επιρροή στις ενέργειες των εμπλεκόμενων μερών.

Εκτενής αναφορά στις έννοιες αυτές, καθώς και οι περιπτώσεις κατά τις οποίες οι μάνατζερ και οι επενδυτές δρουν με ορθολογικό ή μη τρόπο θα ακολουθήσει στις επόμενες ενότητες της εργασίας.

Ταυτόχρονα, υποστηρίζεται πως το ορθολογικό μοντέλο επιλογής δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε ένα ρεαλιστικό επιχειρησιακό περιβάλλον. Χαρακτηριστικά ο Marnet (2007) αναφέρει πως το μοντέλο είναι αρκετά ανακριβές, ώστε να είναι εφικτή η εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων για τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Με επιφυλακτικότητα αντιμετωπίζεται επίσης η δυνατότητα που υπάρχει, ώστε οι νέες πληροφορίες να ενσωματώνονται πλήρως στις προϋπάρχουσες πεποιθήσεις των ατόμων. Παράλληλα, το μοντέλο αυτό αποτυγχάνει να ενσωματώσει τους επιπλέον παράγοντες που επιδρούν στα άτομα, όπως για παράδειγμα πολιτιστικοί ή περιστασιακοί (π.χ. διάθεση, χρονική στιγμή, κοινωνικοί λόγοι).

Προτείνεται να λαμβάνονται υπόψη κάθε φορά οι παράγοντες που έχουν αντίκτυπο στη διαδικασία αυτή, να αναλύονται ορθά, ώστε να υπάρχει πιο σαφής αντίληψη για τον τρόπο που ελέγχεται και διοικείται η επιχείρηση. Συχνά, κρίνεται απαραίτητη η κατανόηση εις βάθος σε θέματα που αφορούν στη συμπεριφορά των ατόμων για να εξασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία και οικονομική ευημερία της εταιρείας.

1.4.2 Αποτελεσματικές Αγορές (Efficient Markets)

Ένα από τα χαρακτηριστικά της παραδοσιακής προσέγγισης στην Εταιρική Διακυβέρνηση είναι η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας, που αυτή τεκμηριώνεται μέσω της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών (ΥΑΑ). Ο Malkiel (2003), έχει παραθέσει ένα σαφή ορισμό για την έννοια της «αποτελεσματικότητας» (efficiency), σύμφωνα με τον οποίο, οι Αποτελεσματικές Αγορές είναι αυτές, οι οποίες δεν επιτρέπουν στους επενδυτές να κερδίζουν παραπάνω από το μέσο όρο, χωρίς να αποδέχονται το μέσο όρο ρίσκου. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές δεν μπορούν να πετύχουν αποδόσεις που έχουν τεράστιες αποκλίσεις από τις «φυσιολογικές», ανάλογες δηλαδή του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Ο Malkiel (2003) αναφέρει πως η κάθε νέα πληροφορία διαδίδεται αστραπιαία στις αγορές και αντανακλάται απευθείας στις αγοραίες τιμές. Επειδή όμως τα νέα είναι εκ φύσεως απρόβλεπτα, καθιστούν και τις αγοραίες τιμές εξίσου απρόβλεπτες. Συνεπώς, η μεταβολή των αγοραίων τιμών αντιπροσωπεύει τη θετική ή αρνητική πληροφορία της ημέρας, και έτσι τελικά διαμορφώνεται η αγορά. Ιδιαίτερα

αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι με τον τρόπο που καταλήγει να λειτουργεί η αγορά, σύμφωνα με τη Θεωρία της Αποτελεσματικότητας, επωφελούνται εξίσου, οι καλά πληροφορημένοι, καθώς και οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές.

Σύμφωνα με τον Shleifer (2000), στη χρηματοπιστωτική αγορά που διαπραγματεύονται ορθολογικοί επενδυτές, οι αξίες των χρεογράφων (securities) τείνουν να εκτιμώνται εξίσου με ορθολογικό τρόπο. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται πως η αξία προκύπτει με γνώμονα τις θεμελιώδεις αξίες, οι οποίες μεταβάλλουν τις τιμές ανάλογα με το είδος της νέας πληροφορίας (θετική ή αρνητική πληροφορία). Τελικά, οι τιμές των χρεογράφων στην αγορά (αγοραίες τιμές), αντανακλούν άμεσα όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και (ανα)προσαρμόζονται σύμφωνα με τις θεμελιώδεις αξίες.

Στη συνέχεια της ίδιας έρευνας, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα όταν στην αγορά συμμετέχουν και μη ορθολογικοί επενδυτές. Έτσι, συμπερασματικά προκύπτει ότι εξαιτίας της τυχαιότητας που παρατηρείται πολλές φορές στις συναλλαγές τους, συχνά αυτές αλληλοακυρώνονται, με αποτέλεσμα τελικά να μην υπάρχει επιρροή στις τιμές. Ή σε άλλες περιπτώσεις, οι ορθολογικοί εξισορροπιστές κινδύνου (arbitrageurs), εξαλείφουν την ενδεχόμενη επιρροή τους στις τιμές.

1.5 Συμπεριφορική Προσέγγιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η κλασική- συμβατική (conventional) Εταιρική Διακυβέρνηση επικρατούσε για πολλές δεκαετίες στην ανάλυση του επιχειρησιακού περιβάλλοντος και τα βασικά χαρακτηριστικά που τη διέπουν, συνέβαλαν δραματικά στην εξαγωγή σημαντικών συμπερασμάτων.

Παρόλα αυτά όμως, τα τελευταία χρόνια δημιουργήθηκε ένας νέος τρόπος προσέγγισης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, απορρίπτοντας πολλές από τις αρχές που ίσχυαν μέχρι πρόσφατα. Το καινούριο πεδίο που αναπτύχθηκε και μελετήθηκε από πολλούς επιστήμονες, είναι γνωστό ως Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση (Behavioral Corporate Governance). Αφορμή για τη δημιουργία και εξέλιξη της νέας προσέγγισης στάθηκαν οι πραγματικές συνθήκες που πλαισιώνουν την επιχείρηση, οι οποίες τελικά αποδείχθηκαν μη συμβατές με την κλασική θεωρία. Έτσι, οι επιστήμονες, βασιζόμενοι σε αυτό το γεγονός, προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τα ρεαλιστικά δεδομένα που ισχύουν, κυρίως μέσω της συμπεριφορικής ερμηνείας των διαφορετικών ομάδων συμφερόντων της εταιρείας.

Στη συνέχεια, θα παρουσιαστούν τα βασικά χαρακτηριστικά και αποτελέσματα που έχουν εξαχθεί μέσω της Συμπεριφορικής Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενώ η σύγκριση με την κλασική θεωρία που θα ακολουθήσει, θα συμβάλει ώστε να γίνουν πιο κατανοητές οι διαφορές τους.

1.5.1 Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Εταιρική Διακυβέρνηση

Τα τελευταία χρόνια έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα, η έννοια του οικονομικού όρου «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική». Η ορολογία αυτή έχει εισαχθεί επανειλημμένως σε πολλές ακαδημαϊκές μελέτες των τελευταίων ετών. Ο Fromlet (2001), χαρακτηριστικά αναφέρει ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εξηγεί πολλές αντιδράσεις στις χρηματιστηριακές αγορές, οι οποίες μέχρι πρότινος ήταν αντίθετες με την κλασική θεωρία. Έτσι, μέσω αυτής θα είναι πλέον εφικτή η αποφυγή λαθών και η εφεύρεση επενδυτικών στρατηγικών. Επίσης, υποστηρίζει πως τελικά η χρηματοοικονομική ανάλυση και οι αποφάσεις πραγματοποιούνται υπό την καθοδήγηση ψυχολογικών παραγόντων.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική πραγματεύεται τη διαδικασία, σύμφωνα με την οποία τα άτομα συλλέγουν και χρησιμοποιούν τις πληροφορίες τους, ενώ συμπεραίνεται πως δεν λειτουργούν τελικά με τον άριστο τρόπο που υποστηρίζει η νεοκλασική σχολή. Κατά τη διαδικασία αξιολόγησης της συμπεριφοράς των οικονομούντων ατόμων, τα βοηθητικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται αντλούνται από την (χρηματο)οικονομική θεωρία, καθώς και την επιστήμη της ψυχολογίας (Fromlet, 2001).

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική σχετίζεται άμεσα με τις χρηματιστηριακές αγορές, οι οποίες αλληλεπιδρούν εντόνως με τις επιχειρήσεις. Έτσι, με την ανάπτυξη αυτής της θεωρίας και με τη συμπεριφορική ερμηνεία των αγορών, έχει αναπτυχθεί παράλληλα η έννοια της «Συμπεριφορικής Εταιρικής Διακυβέρνησης». Η επιστήμη αυτή, προσπαθεί να αποκωδικοποιήσει πράξεις, οι οποίες πραγματοποιούνται από τις διάφορες ομάδες ατόμων που δραστηριοποιούνται στην επιχείρηση. Όπως για παράδειγμα, διοικητικό συμβούλιο, μέτοχοι, επενδυτές, ερμηνεύοντας κυρίως τις συμπεριφορές τους, υπό την επίρεια ψυχολογικών παραγόντων.

Πιο συγκεκριμένα, η νέα προσέγγιση ανατρέπει τα δεδομένα που ίσχυαν έως τώρα και είχαν αναλυθεί μέσω της κλασικής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Παραπάνω, έχει αναφερθεί ότι δύο από τα βασικά χαρακτηριστικά που διέπουν την κλασική

Εταιρική Διακυβέρνηση είναι η ορθολογική συμπεριφορά και οι αποτελεσματικές αγορές (Shefrin, 2001). Με την εισαγωγή της Συμπεριφορικής Οικονομικής, αποδείχθηκε ότι αυτά τα χαρακτηριστικά δεν αποτελούν θεμέλιο στη μελέτη της πραγματικής οικονομίας των επιχειρήσεων.

Επισημαίνεται πως ψυχολογικοί παράγοντες αποτελούν εμπόδιο στην ύπαρξη τόσο ορθολογικής συμπεριφοράς, όσο και αποτελεσματικών αγορών. Έτσι, επηρεάζουν και τελικά αποτρέπουν τους αρμόδιους να δρουν ορθολογικά κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, καθώς και οι χρηματιστηριακές τιμές δεν αντανακλούν τελικά τις θεμελιώδεις αξίες τους (Jureviciene et al., 2014).

Έτσι, με βάση τα παραπάνω, εισάγεται ένας καινούριος όρος που περιγράφει τη μετάβαση των ατόμων από τον ορθολογισμό στον περιορισμένο ορθολογισμό (bounded rationality) κατά τη λήψη αποφάσεων, εξαιτίας διάφορων επιρροών που θα αναλυθούν παρακάτω (Marnet, 2007).

1.5.2 Ευριστικοί Κανόνες και Σφάλματα (Heuristics and Biases)

Παράλληλα, ένα από τα βασικά ζητήματα που θέτει η συμπεριφορική (χρηματο)οικονομική αποτελεί η ύπαρξη ευριστικών κανόνων (heuristics) στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Εξαιτίας της μεγάλης και συνεχούς ροής πληροφοριών που ανακλύπει, συχνά οι επενδυτές και οι μάνατζερ, δεν έχουν τη δυνατότητα να επεξεργάζονται τόσο μεγάλο όγκο πληροφοριών με μεγάλη ταχύτητα. Το γεγονός αυτό, έχει οδηγήσει στην εκτεταμένη χρήση ευριστικών κανόνων, δηλαδή στην αξιοποίηση εμπειρίας και πρακτικών εφαρμογών, με σκοπό την επίλυση προβλημάτων, τη λήψη γρήγορων αποφάσεων και τη βελτίωση της επίδοσης. Επιπλέον, λόγω έλλειψης χρόνου καλούνται μερικές φορές να αποφασίσουν ενστικτωδώς, με απόρροια τη λήψη λανθασμένων επιλογών (Fromlet, 2001).

Από την παραπάνω διαδικασία, προκύπτει πως εν μέρει σωστά πράττουν οι επενδυτές και οι μάνατζερ σε συνθήκες πίεσης και έλλειψης χρόνου. Μεταγενέστερα όμως, είναι ορθό να επανεξετάζονται οι ληφθείσες αποφάσεις, καθώς αν και έχει αποδειχθεί ότι πολλές φορές οι ευριστικοί κανόνες είναι αποτελεσματικοί, στις περιπτώσεις που δεν έχει γίνει σωστή χρήση τους, οδηγούμαστε σε λάθη. Έτσι, τα άτομα συχνά καταφεύγουν σε υποδεέστερες, από το άριστο σημείο, επιλογές και παρουσιάζονται σφάλματα κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Πιο αναλυτικά, μία από τις σημαντικότερες κατηγορίες σφαλμάτων που έχουν καταγραφεί είναι τα Γνωστικά Σφάλματα (Cognitive Biases). Σύμφωνα με τον Ritter (2003) αυτά είναι:

- *Υπερβολική Αυτοπεποίθηση (Overconfidence)*: Τα άτομα έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους και να προβαίνουν σε λανθασμένες κινήσεις και επιλογές. Για παράδειγμα, μία πτυχή της υπερβολικής αυτοπεποίθησης αντανακλάται στον τρόπο που τα οικονομούντα άτομα διαμορφώνουν το χαρτοφυλάκιό τους. Σε κάποιες περιπτώσεις, παρατηρείται ότι δεν χρησιμοποιείται η τεχνική της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου ως μέθοδος μείωσης του αναλαμβανόμενου ρίσκου. Αντίθετα, έχουν την τάση να επενδύουν περισσότερο σε πιο γνώριμα πράγματα ή καταστάσεις, όπως η εταιρεία που εργάζονται. Αυτό οδηγεί όμως στην ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου, η οποία ενδέχεται να αποβεί μοιραία στο μέλλον.
- *Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)*: Τα άτομα δημιουργούν διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς για γεγονότα που σχετίζονται ουσιαστικά με το ίδιο θέμα και που θα έπρεπε να εξετάζονται από κοινού. Έτσι, κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, λαμβάνουν υπόψη μόνο το υπό εξέταση γεγονός, χωρίς να συμπεριλάβουν τις υπόλοιπες παραμέτρους που συνδιαμορφώνουν το αποτέλεσμα.
- *Σφάλμα Διατύπωσης (Framing)*: Σχετίζεται με τον τρόπο που διατυπώνεται και παρουσιάζεται ένα θέμα ή πρόβλημα. Τελικά μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τα συναισθήματα των ληπτών και να τους οδηγήσει στη λήψη διαφορετικών αποφάσεων.
- *Σφάλμα Αντιπροσωπευτικότητας (Representativeness Bias)*: Γενικά, τα άτομα δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις πρόσφατες εμπειρίες που έχουν. Παράλληλα, καθώς πιστεύουν ότι ένα μικρό δείγμα δεδομένων είναι αντιπροσωπευτικό για ασφαλή εξαγωγή συμπερασμάτων, λανθασμένα τείνουν να γενικεύουν καταστάσεις ή γεγονότα. Κατά αυτόν τον τρόπο, παρομοιάζουν πράγματα που έχουν απλώς κάποιες κοινές ιδιότητες. Η διαδικασία αυτή είναι γνωστή ως «κανόνας των μικρών αριθμών» (law of small numbers).

- *Σφάλμα Συντηρητισμού (Conservatism Bias)*: Παρατηρείται έντονη δυσκολία στην προσαρμογή των οικονομούντων ατόμων σε νέες συνθήκες και αλλαγές. Χαρακτηρίζονται από αγκίστρωση στις καταστάσεις που βιώνουν και έχουν συνηθίσει και κάθε νέα αναπροσαρμογή που καλείται να πραγματοποιηθεί, δεν αφομοιώνεται εύκολα. Με το πέρας του χρόνου, τα άτομα συνηθίζουν τις αλλαγές και προσαρμόζονται αναλόγως.
- *Αποτέλεσμα της Προδιάθεσης (Disposition Effect)*: Αυτό το σφάλμα συνδέεται άμεσα με τη ψυχολογία των ατόμων και συγκεκριμένα με την αποστροφή απώλειας (loss aversion). Βασικό χαρακτηριστικό τους είναι πως οι επενδυτές συνεχίζουν να διακρατούν έναν τίτλο όσο αποφέρει ζημίες, ενώ προβαίνουν στην πώλησή του μόλις σημειώσει κέρδη, έστω και σε μικρό ποσοστό. Έτσι, συμπεραίνεται πως τα άτομα επιδιώκουν με μεγαλύτερη ένταση την αποφυγή απωλειών, από την αποκόμιση κερδών.

Επιπλέον, οι Tversky & Kahneman (1974) προσθέτουν στη βιβλιογραφία δύο ακόμη σημαντικά σφάλματα που ενδεχομένως οδηγούνται τα οικονομούντα άτομα όταν καλούνται να λάβουν αποφάσεις. Έτσι, έχουμε:

- *Σφάλμα Διαθεσιμότητας (Availability Bias)*: Προκύπτει όταν τα άτομα αξιολογούν μία κατάσταση σύμφωνα με τις πληροφορίες που έχουν άμεσα διαθέσιμες. Η διαθεσιμότητα των πληροφοριών εξαρτάται από τη συχνότητα που τα άτομα αντιμετωπίζουν μία παρεμφερή διαδικασία ή από τις πιθανότητες που υπάρχουν να συμβεί ένα περιστατικό. Εκτός από τις δύο αυτές παραμέτρους, η διαθεσιμότητα εξαρτάται και από άλλους παράγοντες, όπως είναι η ευκολία στην ανάκτηση δεδομένων για την αξιολόγηση μίας κατάστασης ή η ενδεχόμενη οικειότητα που μπορεί να νιώθουν τα άτομα για μία κατάσταση ή ένα γεγονός.
- *Προσαρμογή και Αγκίστρωση (Adjustment and Anchoring)*: Πολλές φορές, τα άτομα στηρίζουν τις εκτιμήσεις που πραγματοποιούν για μία κατάσταση σε μία αρχική τιμή που τους δίνεται. Η τιμή αυτή μπορεί είτε να θεωρείται ως δεδομένο ήδη από τη διατύπωση του προβλήματος ή να

προκύπτει από τον αρχικό υπολογισμό που κάνουν. Φυσικό είναι η τιμή αυτή, εφόσον αποτελεί σημείο αναφοράς να διαμορφώνει και το τελικό αποτέλεσμα. Σε κάθε περίπτωση, οι προσαρμογές κρίνονται ως ανεπαρκείς. Επομένως, πρόκειται για μια διαδικασία, γνωστή ως «αγκίστρωση», κατά την οποία διαφορετικά σημεία αναφοράς, οδηγούν σε διαφορετικές εκτιμήσεις και συνεπώς διαφορετικά αποτελέσματα.

Συμπερασματικά, οι ευριστικοί κανόνες είναι χρήσιμοι, αλλά οδηγούν σε συστηματικά λάθη και σφάλματα. Η καλύτερη και βαθύτερη κατανόηση αυτών, θα βελτιώνει σημαντικά τις αποφάσεις σε συνθήκες αβεβαιότητας.

1.5.2.1 Διαφορές στη χρήση Ευριστικών Κανόνων και Σφαλμάτων μεταξύ ιδιοκτητών και μάνατζερ

Αρχικά, η χρήση και η αξιοποίηση ευριστικών κανόνων στη διαδικασία λήψης αποφάσεων αποτελεί συχνό φαινόμενο στο επιχειρησιακό περιβάλλον. Έχει αποδειχθεί πως η εφαρμογή τους πολλές φορές είναι μονόδρομος και αποφέρει αποτελεσματικές λύσεις σε συνθήκες αβεβαιότητας και περιπλοκότητας του περιβάλλοντος δραστηριοποίησης της επιχείρησης. Παρόλα αυτά, παρατηρείται πως οι λόγοι, η συχνότητα με την οποία χρησιμοποιούνται, αλλά και τα αποτελέσματά τους, διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων του οργανισμού. Έτσι, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα που έχει εκπονηθεί από τους Busenitz & Barney (1997), αναφορικά με την εμπλοκή τους στις αποφάσεις της επιχείρησης.

Αναλυτικότερα, στην έρευνα μελετάται η συμπεριφορά των ιδιοκτητών και μάνατζερ μεγάλων επιχειρήσεων, εξετάζοντας τους λόγους που οδηγούνται στα δύο πιο συνήθη σφάλματα, της υπερβολικής αυτοπεποίθησης και της αντιπροσωπευτικότητας. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη έρευνα, η υπερβολική αυτοπεποίθηση ορίζεται ως το φαινόμενο υπερ- αισιοδοξίας που χαρακτηρίζει τα άτομα για την αρχική εκτίμηση μίας κατάστασης και τη δυσκολία που αντιμετωπίζουν στην ενσωμάτωση νέων πληροφοριών σε αυτήν, εξαιτίας της αρχικής υπερβολικής αυτοπεποίθησης. Επιπλέον, το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας παρατηρείται όταν τα άτομα εξάγουν συμπεράσματα για ένα πρόσωπο ή ένα φαινόμενο, βασιζόμενα σε λίγα γνωρίσματα ή μερικές παρατηρήσεις. Έχουν την τάση δηλαδή να παρομοιάζουν καταστάσεις ακόμη και αν αυτό βασίζεται σε ελλιπή στοιχεία.

Παρατηρείται πως οι συνθήκες αβεβαιότητας στις αποφάσεις είναι ιδιαίτερα αυξημένες για τους ιδιοκτήτες από ότι στους μάνατζερ. Αυτό συμβαίνει διότι οι μάνατζερ μεγάλων επιχειρήσεων έχουν πρόσβαση στο ιστορικό, στην παρελθούσα πορεία και επίδοση της επιχείρησης, καθώς και σε άλλες πληροφορίες και δεδομένα που συμβάλλουν σημαντικά στη μείωση της αβεβαιότητας, με σχετικά μικρό κόστος. Αντίθετα, οι επιχειρηματίες δεν έχουν συνήθως τη δυνατότητα πληροφόρησης και πρόσβασης σε οποιαδήποτε πληροφορία ή στατιστικά δεδομένα, καθιστώντας για αυτούς ισχυρότερο το φαινόμενο της αβεβαιότητας.

Επιπλέον, ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει τα αποτελέσματα αποτελεί η περιπλοκότητα των αποφάσεων που καλούνται να λάβουν τα εμπλεκόμενα μέρη. Οι μεγάλες επιχειρήσεις αναπτύσσουν πολιτικές και διαδικασίες, τις οποίες παρέχουν στους μάνατζερ ως βοηθητικά εργαλεία προς αξιοποίηση στη λήψη αποφάσεων, απλοποιώντας κατά αυτόν τον τρόπο τη διαδικασία. Έτσι, διαπιστώνεται ότι ο ρόλος των ιδιοκτητών είναι πιο δύσκολος, καθώς εν αντιθέσει με τους μάνατζερ δεν έχουν τη δυνατότητα χρήσης τέτοιων πρακτικών.

Συμπεραίνεται πως οι ιδιοκτήτες σκέφτονται και πράττουν με διαφορετικό τρόπο από τους μάνατζερ, δεδομένου του ρόλου και των υποχρεώσεων που καλούνται να διεκπεραιώσουν. Ως αποτέλεσμα αυτού, προκύπτει ότι οι ιδιοκτήτες καθίστανται πιο επιρρεπείς στη χρήση ευριστικών κανόνων και συνεπώς σφαλμάτων.

1.5.3 Περιορισμένος Ορθολογισμός (Bounded Rationality)

Η ορθολογική συμπεριφορά αποτελεί ένα από τα κύρια γνωρίσματα της κλασικής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Σύμφωνα με αυτήν, όλα τα εμπλεκόμενα μέρη της επιχείρησης που συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων δρουν και συμπεριφέρονται με ορθολογικό τρόπο. Στην πραγματικότητα όμως, μελετώντας το περιβάλλον των επιχειρήσεων, συμπεραίνεται πως η ορθολογική συμπεριφορά των οικονομούντων ατόμων αποτελεί ιδεατό σενάριο.

Σύμφωνα με τη συμπεριφορική θεωρία αντιπροσώπευσης, τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις υπό την επιρροή ψυχολογικών παραγόντων. Ο Fromlet (2001) αναφέρει ότι εξαιτίας του μεγάλου όγκου πληροφοριών που καλούνται να επεξεργαστούν και της μεγάλης ταχύτητας που πρέπει να ανταποκριθούν, το ορθολογικό μοντέλο αποτυγχάνει. Συχνά, καταφεύγουν στην αξιοποίηση ευριστικών κανόνων ως βοηθητικό εργαλείο σε αυτήν τη διαδικασία, και υποπίπτουν σε σφάλματα. Αυτά συνήθως παρουσιάζονται τη στιγμή, κατά την οποία τα άτομα διαμορφώνουν την άποψή τους και αντανακλούν

προηγούμενες πεποιθήσεις τους. Έτσι, τα άτομα παρατηρείται να έχουν φραγμένο ορθολογισμό και τελικά να απομακρύνονται από τις άριστες επιλογές. Υπόκεινται σε σφάλματα ακόμη και στις περιπτώσεις που έχουν πλήρη επίγνωση για τις εσφαλμένες αποφάσεις που έχουν λάβει και για τις συνέπειες αυτών (Marnet, 2007).

Επομένως, βασική αιτία απόκλισης από το ορθολογικό μοντέλο είναι η χρήση απλοποιημένων στρατηγικών, επιλεγμένες με υποκειμενικά κριτήρια από την εκάστοτε ομάδα που συμμετέχει στις αποφάσεις. Βέβαια υπάρχουν κι άλλες αιτίες που συντελούν στη μετάβαση των ατόμων από το ορθολογικό μοντέλο στον περιορισμένο ορθολογισμό. Για παράδειγμα, το υψηλό κόστος που απαιτείται για να παρθούν οι αποφάσεις υπό τον κλοιό του ορθολογικού μοντέλου, οι περιορισμοί που υπάρχουν κατά τη διαδικασία επεξεργασίας πληροφοριών, οι διαφορές που υιοθετούνται από τους μάνατζερ κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, αλλά και οι αποκλίσεις που παρατηρούνται στον υπολογισμό της αξίας από τους διαφορετικούς λήπτες αποφάσεων, αποτελούν λόγοι απομάκρυνσης από το ορθολογικό μοντέλο (Busenitz & Barney, 1997).

1.5.4 Συμπεριφορά επενδυτών και μάνατζερ: Δύο διαφορετικές προσεγγίσεις

Σύμφωνα με τους Baker et al., (2007), η συμπεριφορική εταιρική χρηματοοικονομική εξετάζει τη συμπεριφορά των ατόμων της επιχείρησης διακρίνοντας δύο περιπτώσεις. Η πρώτη προσέγγιση εστιάζει στη μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών και αναλύονται οι αποφάσεις που λαμβάνουν οι ορθολογικοί μάνατζερ σχετικά με τη χρηματοδότηση και την επενδυτική στρατηγική της επιχείρησης. Οι αποφάσεις αυτές, χαρακτηρίζονται ως ορθολογικές, καθώς λαμβάνονται με γνώμονα τις εσφαλμένες τιμές που επικρατούν στην αγορά αξιογράφων (securities market mispricing). Αντίθετα, η δεύτερη προσέγγιση εστιάζει στη μη ορθολογική συμπεριφορά των μάνατζερ της επιχείρησης, και εξετάζονται οι αποφάσεις που λαμβάνονται διαμορφωμένες από μη σταθερές προτιμήσεις και σφάλματα. Βέβαια στην πραγματικότητα, οι δύο προσεγγίσεις συναντώνται συνδυαστικά στο περιβάλλον της επιχείρησης και συνήθως συνυπάρχουν μη ορθολογικοί επενδυτές και μάνατζερ. Παρόλα αυτά όμως, για την καλύτερη ερμηνεία και βαθύτερη κατανόηση, στη συγκεκριμένη έρευνα πραγματοποιείται διαχωρισμός των δύο, υπό εξέταση, περιπτώσεων.

Πιο αναλυτικά, στην πρώτη περίπτωση εξετάζονται οι ληφθείσες αποφάσεις των ορθολογικών μάνατζερ όταν συνυπάρχουν με μη ορθολογικούς επενδυτές. Το γεγονός αυτό πρακτικά σημαίνει πως οι αγορές που δραστηριοποιούνται δεν είναι αποτελεσματικές και πως υπάρχουν διαφορές και αποκλίσεις στις τιμές των χρεογράφων που διαπραγματεύονται. Από την άλλη πλευρά, οι μάνατζερ εκτιμούνται ως ορθολογικά οικονομούντα άτομα που αντιλαμβάνονται πλήρως τις διακυμάνσεις των τιμών, επομένως και οι αποφάσεις που καλούνται να λάβουν, συμπεριλαμβάνουν και αυτόν τον παράγοντα. Βέβαια, καθώς υπάρχει εσφαλμένη τιμολόγηση των τίτλων, ενδεχομένως μερικές φορές να οδηγηθούν σε αντίθετα αποτελέσματα από τα επιθυμητά. Για παράδειγμα, ενώ οι αποφάσεις τους μπορεί να μεγιστοποιούν τη βραχυπρόθεσμη αξία της εταιρείας, η μακροπρόθεσμη αξία της ενδέχεται να μειωθεί, καθώς οι τιμές οδηγούνται στα φυσιολογικά επίπεδα.

Οι ορθολογικοί μάνατζερ δρουν υπό αυτές τις συνθήκες με βάση τρία κύρια χαρακτηριστικά. Πρώτος κυρίαρχος στόχος τους αποτελεί η μεγιστοποίηση της θεμελιώδης αξίας των τίτλων (fundamental value). Άρα, επιλέγουν και χρηματοδοτούν επενδυτικά προγράμματα με κύριο στόχο την αύξηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών χρηματοροών. Ο δεύτερος, στοχεύει στη μεγιστοποίηση των τρεχουσών τιμών των μετοχών της επιχείρησης. Έτσι, πραγματοποιούν πράξεις που ωθούν τις τιμές των μετοχών πάνω από τις θεμελιώδεις αξίες τους (catering). Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως οι δύο παραπάνω στόχοι ταυτίζονται όταν οι αγορές είναι αποτελεσματικές, αλλά στη συγκεκριμένη περίπτωση επρόκειτο για διαφορετικές τιμές. Επιπλέον, ο τρίτος σχετίζεται με τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων που αποσκοπούν στην εκμετάλλευση των προσωρινών αποκλίσεων που παρατηρούνται στις τιμές (market timing), προς όφελος των υπαρχουσών μακροπρόθεσμων επενδυτών. Αυτό επιτυγχάνεται με την έκδοση υπερεκτιμημένων (overvalued) χρεογράφων και την επαναγορά των υποεκτιμημένων (undervalued).

Βέβαια, δημιουργείται εύλογα το ερώτημα πώς οι μάνατζερ είναι σε θέση να διακρίνουν την αναποτελεσματικότητα των αγορών και συνεπώς τη διαφορά στις τιμές (mispricing) και να πράττουν αναλόγως. Η απάντηση δίνεται από το γεγονός ότι έχουν άμεση πρόσβαση στις πληροφορίες που είναι αναγκαίες και σχετίζονται με τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν. Ενδεικτικό στοιχείο αποτελούν οι υψηλές αποδόσεις που παρατηρούνται στις συναλλαγές που πραγματοποιούν οι ίδιοι. Ταυτόχρονα, οι εταιρικοί μάνατζερ διαθέτουν κάποια περαιτέρω προνόμια και υπόκεινται σε λιγότερους περιορισμούς. Συνήθως οι ενέργειες που πραγματοποιούν αξιολογούνται σε

μακροπρόθεσμο ορίζοντα και συνεπώς έχουν την ευχέρεια να παρατηρούν τις εκτιμήσεις της αγοράς και να προβαίνουν σε ορθότερες επιλογές. Τέλος, η ευρεία χρήση εμπειρικών κανόνων τούς επιτρέπει να αναγνωρίζουν τις αποκλίσεις στις τιμές, ακόμη και στις περιπτώσεις που δεν διαθέτουν αρκετή πληροφόρηση. Έτσι, με βάση όλα τα παραπάνω, γίνονται αντιληπτοί οι λόγοι που συνδιαμορφώνουν την ικανότητα των μάνατζερ να αναγνωρίζουν τη μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών.

Διαχρονικά, οι αποκλίσεις στις τιμές που παρατηρούνται στις αναποτελεσματικές αγορές επιδρούν στη διαμόρφωση των εταιρικών αποφάσεων που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα το μετοχικό κεφάλαιό της. Συγκεκριμένα, οι μάνατζερ έχουν την τάση να εκδίδουν μετοχές όταν οι τιμές τους υπερεκτιμούνται (overvaluation), ενώ αντίθετα να επαναγοράζουν όταν οι τιμές τους υποεκτιμούνται (undervaluation). Ωστόσο, η μέθοδος χρηματοδότησης της επιχείρησης εξαρτάται κι από άλλες παραμέτρους. Για παράδειγμα, είναι σύνηθες να προτιμάται η μέθοδος μόχλευσης (leverage) προς άντληση κεφαλαίων αντί της έκδοσης μετοχών, όταν παρατηρούνται χαμηλά επιτόκια δανεισμού. Γενικότερα, όπως θα αναλυθεί εκτενέστερα και στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας, η διάρθρωση κεφαλαίου (capital structure) της επιχείρησης, δηλαδή ο συνδυασμός διάφορων πηγών χρηματοδότησης, αποτελεί μία πολυπαραγοντική διαδικασία.

Γενικά, όπως οι Baker et al., (2007) αναφέρουν, η παρουσία μη ορθολογικών επενδυτών επιφέρει εξαιρετικά σημαντικές συνέπειες σε πολλούς τομείς. Όπως είναι φυσικό, ασκεί μεγάλη επιρροή στις τιμές της κεφαλαιαγοράς και παρατηρείται έντονη διακύμανση των τιμών που οδηγεί σε ανώτερα (overinvestment) ή κατώτερα (underinvestment) επίπεδα επένδυσης από τα φυσιολογικά. Ταυτόχρονα, παρατηρείται εσφαλμένη κατανομή του κεφαλαίου και απώλειες για την οικονομία συνολικά. Επομένως, πρέπει να μελετάται εις βάθος η συμπεριφορά των επενδυτών, και να πραγματοποιούνται τυχόν αναπροσαρμογές, με απώτερο σκοπό την εξάλειψη των αδυναμιών και προβλημάτων που προκύπτουν από αυτήν.

Στη δεύτερη περίπτωση, εξετάζεται ακριβώς η αντίθετη συνθήκη. Δηλαδή, η μη ορθολογική συμπεριφορά των μάνατζερ και τα σφάλματα αυτών κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, όταν συνυπάρχουν με ορθολογικούς επενδυτές.

Κατά κύριο λόγο, η ανάλυση επικεντρώνεται σε δύο σημαντικά σφάλματα, της αισιοδοξίας (optimism) και της υπερ-αυτοπεποίθησης (overconfidence). Το σφάλμα της αισιοδοξίας συνδέεται με την τάση που έχουν τα άτομα να πιστεύουν πως είναι

πιθανότερο να βιώσουν θετικές μελλοντικές εμπειρίες ή γεγονότα, από ότι αρνητικά. Στο επιχειρησιακό περιβάλλον, όταν οι μάνατζερ έχουν ισχυρό το αίσθημα της αισιοδοξίας σχετικά με την αξία της εταιρείας και τις επενδυτικές ευκαιρίες, επιδιώκουν δύο στόχους. Ο πρώτος είναι η μεγιστοποίηση της θεμελιώδης αξίας, ενώ ο δεύτερος η ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου. Άξιο αναφοράς σε αυτό το σημείο είναι το γεγονός πως οι δύο παραπάνω στόχοι που θέτουν οι αισιόδοξοι μάνατζερ, βασίζονται στη θεμελιώδη αξία και το κόστος κεφαλαίου που αυτοί αντιλαμβάνονται. Γεγονός που μπορεί να μη συνδέεται με τις πραγματικές τιμές που ισχύουν.

Επιπλέον, όπως και στην πρώτη περίπτωση, η δεύτερη προσέγγιση της εταιρικής συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής επιφέρει συνέπειες στις εταιρικές αποφάσεις. Για παράδειγμα, η αισιοδοξία που χαρακτηρίζει τους μάνατζερ έχει άμεσο αντίκτυπο στη μέθοδο χρηματοδότησης της επιχείρησης, καθώς πιστεύουν ότι η επιχείρηση που διοικούν υποεκτιμάται. Απόρροια είναι η μη έκδοση μετοχών και η επιλογή εναλλακτικού τρόπου άντλησης κεφαλαίων, όπως η χρηματοδότηση από εσωτερικές πηγές.

Κλείνοντας το πρώτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, διαπιστώνεται πως η συμπεριφορική ερμηνεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον και προσφέρει εξαιρετικά χρήσιμα εργαλεία για τη μελέτη και τη βαθύτερη κατανόηση αυτού του πεδίου. Αναντίρρητα, μέσω της συμπεριφορικής ανάλυσης που πραγματοποιήθηκε, συμπεραίνουμε πως τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης που συμβάλλουν στη λειτουργία και ομαλή πορεία της, υπόκεινται σε ψυχολογικούς περιορισμούς κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Έτσι ιδιαίτερη σημασία έχουν διάφορα συμπεριφορικά χαρακτηριστικά και ψυχολογικοί παράγοντες των ιδιοκτητών, αλλά κυρίως των μάνατζερ σε αυτήν τη διαδικασία. Ως άμεση συνέπεια είναι οι αποκλίσεις από το άριστο σημείο που παρατηρούνται στις τιμές διάφορων οικονομικών μεγεθών και τελικά η επιλογή διαφορετικών στρατηγικών, έστω και υποσυνείδητα, στη διοίκηση της επιχείρησης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, θα πραγματοποιηθεί περαιτέρω παράθεση στοιχείων σχετικά με τα σφάλματα που χαρακτηρίζουν τους μάνατζερ και τις επιπτώσεις που έχουν στις αποφάσεις και στρατηγικές που ακολουθεί η επιχείρηση. Η ανάλυση θα επικεντρωθεί κυρίως στα μικροχρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης και θα εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα για τον τρόπο διοίκησης και συμπεριφοράς των μάνατζερ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ II: Εμπειρικά αποτελέσματα

2.1 Η έννοια των Εταιρικών Χρηματοοικονομικών Δεικτών (Corporate Financial Ratios)

Οι εταιρικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν την πιο διαδεδομένη μέθοδο που χρησιμοποιείται στη χρηματοοικονομική ανάλυση. Πρόκειται για λογιστικές μετρήσεις, οι οποίες προκύπτουν από άντληση στοιχείων που εμπεριέχονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που υποχρεούται η επιχείρηση να διατηρεί. Κάθε φορά αξιοποιούνται τα μεγέθη που φέρουν ενδιαφέρον για ένα συγκεκριμένο εταιρικό ζήτημα και συχνά οι τελικοί δείκτες που προκύπτουν, επηρεάζουν την εφαρμογή διαφόρων εταιρικών πολιτικών και στρατηγικών. Οι Wiklund et al., (2008) αναφέρουν ότι οι εταιρικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι μεγάλης σημασίας για την πορεία, επίδοση και εξέλιξη της επιχείρησης.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χρησιμοποιούνται όχι μόνο ως εργαλεία για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων προς όφελος της ίδιας επιχείρησης (όπως για παράδειγμα, τη στρατηγική μανάτζμεντ που πρέπει να ακολουθήσουν και αποφάσεις σχετικές με τον έλεγχο), αλλά πολλές φορές αποτυπώνουν σημαντικές πληροφορίες για τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης που αποτελούν το εξωτερικό περιβάλλον της. Επιπλέον, αποτελούν χρήσιμα εργαλεία, καθώς συμβάλλουν στην πρόβλεψη ενδεχόμενης χρεοκοπίας της επιχείρησης, αξιοποιώντας δεδομένα σχετικά με τη ρευστότητα (liquidity), τη μόχλευση (leverage) και την κερδοφορία (profitability) της. Δηλαδή, τρεις θεμελιώδεις οικονομικές τεχνικές μανάτζμεντ που επηρεάζουν τις πιθανότητες αποτυχίας της επιχείρησης (Wiklund et al., 2008).

Στη συνέχεια, θα παρουσιαστούν συνοπτικά κάποιοι εταιρικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες, που σχετίζονται με την ανάλυση και τα θέματα που μελετώνται στο υπόλοιπο τμήμα της εργασίας.

2.2 Ανάλυση Εταιρικών Χρηματοοικονομικών Δεικτών

2.2.1 Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Η ρευστότητα (liquidity) της επιχείρησης περιγράφεται ως την ικανότητα μιας επιχείρησης να εξυπηρετεί τις βραχυχρόνιες οικονομικές της υποχρεώσεις, πριν αυτές

χαρακτηριστούν ως ληξιπρόθεσμες (Wiklund et al., 2008). Με άλλα λόγια, πρόκειται για την ικανότητα να μετατρέπει τα κεφάλαιά της σε μετρητά. Η ρευστότητα της επιχείρησης αποτελεί ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο θετικής πορείας της επιχείρησης και λαμβάνεται σοβαρά υπόψη από τους πιστωτές της. Χαμηλά επίπεδα ρευστότητας αποτυπώνουν προβλήματα στο κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης και σχετίζονται με υψηλό κίνδυνο αποπληρωμής των χρεών της. Αντίθετα, όταν σημειώνει υψηλά επίπεδα ρευστότητας, οι πιστωτές της έχουν εμπιστοσύνη ότι θα εισπράξουν τα κεφάλαια που διέθεσαν και τα κέρδη του δανεισμού, ακόμη και στις περιπτώσεις όπου η μελλοντική επίδοση της επιχείρησης δεν είναι τελικά η αναμενόμενη. Παράλληλα, η υψηλή ρευστότητα εξασφαλίζει την ομαλή πορεία της επιχείρησης, χωρίς να υπάρχει σοβαρός κίνδυνος για τη λειτουργία της, όταν αυτή βρίσκεται εκτεθειμένη σε απρόβλεπτα γεγονότα. Τελικά, μέσω αυτής αντιμετωπίζονται τα προβλήματα που προκαλούνται από μη σταθερές ροές εσόδων και απρόβλεπτα κόστη.

Παρακάτω, παρουσιάζονται ενδεικτικά κάποιοι σημαντικοί δείκτες που αφορούν στη ρευστότητα της επιχείρησης, σύμφωνα με τους Wiklund et al., (2008), Deakin (1976), Lev (1969), Sarlija & Harc (2012), Νιάρχος (2004), Παπαδέας & Συκιανάκης (2014):

➤ Δείκτης Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας (Current ratio) =

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Current Assets)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)}}$$

Το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης πρόκειται για το μέρος του ενεργητικού που προορίζεται να ρευστοποιηθεί, να πωληθεί ή να αναλωθεί τους επομένους δώδεκα μήνες ή είναι μετρητά. Οι κυριότερες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνει είναι τα αποθέματα, οι απαιτήσεις και τα χρηματικά διαθέσιμα. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης περιλαμβάνουν τις υποχρεώσεις που έχει και λήγουν μέσα στην επόμενη χρήση του ισολογισμού, όπως για παράδειγμα προμηθευτές, γραμμάτια πληρωτέα, βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια, προκαταβολές πελατών. Ο δείκτης γενικής ή έμμεσης ρευστότητας δείχνει πόσες φορές το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Έτσι ερευνώνται τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία που συνθέτουν τον ισολογισμό της επιχείρησης και εξάγονται συμπεράσματα για τη βραχυπρόθεσμη ρευστότητά της. Επιπλέον, δείχνει

το περιθώριο ασφαλείας που διατηρεί η επιχείρηση, ώστε να μπορεί να αντιμετωπίσει κάποια ανεπιθύμητη και απρόβλεπτη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κίνησης.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο πιο εύκολη είναι η εξυπηρέτηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Όταν η τιμή είναι μεγαλύτερη από τη μονάδα, το κυκλοφορούν ενεργητικό υπερκαλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και επομένως υπάρχει αρκετή ρευστότητα. Αντίθετα, όταν η τιμή είναι μικρότερη της μονάδας, οι υποχρεώσεις ξεπερνούν τα κυκλοφοριακά στοιχεία της και συνεπώς η επιχείρηση αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας. Η ιδανική τιμή αυτού του δείκτη κυμαίνεται περίπου στις δύο μονάδες. Βέβαια για να διασφαλίζεται η αξιοπιστία του, θα πρέπει να μελετάται διαχρονικά και να συγκρίνονται οι τιμές του τόσο στο επίπεδο της επιχείρησης όσο και του κλάδου συνολικά που ανήκει.

➤ Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης (Working Capital ratio) =

$$\frac{\text{Κεφάλαιο Κίνησης (Working Capital)}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού (Total Assets)}} = \frac{\text{Κυκλοφ. Ενεργ.-Βραχ. Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Για τον υπολογισμό του δείκτη κεφαλαίου κίνησης αντλούνται στοιχεία από τον ισολογισμό της επιχείρησης. Ως κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης, ορίζεται η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Δείχνει κατά πόσο η επιχείρηση μπορεί να εξυπηρετεί τις καθημερινές της υποχρεώσεις, αξιοποιώντας τα κυκλοφοριακά της στοιχεία και αποτυπώνει σημαντικά δεδομένα για τη βραχυχρόνια ρευστότητά της. Συχνά εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού.

➤ Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (Quick ratio) =

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα (Current Assets - Inventory)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)}}$$

Εκ πρώτης όψεως, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας μοιάζει με το δείκτη έμμεσης ρευστότητας, καθώς για τον υπολογισμό του χρησιμοποιούνται κοινά στοιχεία του ισολογισμού. Βασική διαφορά όμως είναι ότι ο αριθμητής αυτού του δείκτη, δεν περιλαμβάνει τα αποθέματα που έχει η επιχείρηση. Δηλαδή, εξετάζει την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μόνο από τα

ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της, δηλαδή το κυκλοφορούν ενεργητικό. Κατά αυτόν τον τρόπο, θεωρείται ένα αυστηρότερο μέτρο ρευστότητας σε σύγκριση με το δείκτη έμμεσης ρευστότητας. Η δυσκολία που υπάρχει στην άμεση μετατροπή των αποθεμάτων της επιχείρησης σε μετρητά, για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, είναι ο λόγος που δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό. Αν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε η επιχείρηση είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μόνο από τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της. Αν η τιμή είναι μικρότερη της μονάδας, παρατηρείται πρόβλημα στην εξυπηρέτηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, καθώς αυτές ξεπερνούν τα εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της. Σε αυτήν την περίπτωση, η επιχείρηση εξαρτάται από τις μελλοντικές της πωλήσεις, προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεών της.

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash ratio) = } \frac{\text{Μετρητά (Cash)+ Ισοδύναμα Μετρητών}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)}}$$

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας είναι εξίσου σημαντικός δείκτης ρευστότητας και αποτελεί ίσως τον πιο αυστηρό, καθώς περιλαμβάνει μόνο τα μετρητά και τα ισοδύναμα αυτών, όπως καταθέσεις όψεως, τοκομερίδια εισπρακτέα, επιταγές εισπρακτέες, εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα. Δείχνει κατά πόσο η επιχείρηση μπορεί να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, αξιοποιώντας μόνο τα μετρητά και τα υπόλοιπα στοιχεία της που μπορούν να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά (ισοδύναμα μετρητών). Όπως και στους προηγούμενους δείκτες, όταν η τιμή του είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε υπάρχει ικανή ποσότητα μετρητών και άλλων ισοδύναμων ώστε να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Γενικά, όσο μεγαλύτερη η τιμή του δείκτη, τόσο ισχυρότερη είναι η ταμειακή θέση της επιχείρησης.

2.2.2 Δείκτες Μόχλευσης (Leverage/Debt Ratios)

Η μόχλευση (leverage) της επιχείρησης περιγράφεται ως η χρήση μη μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιείται από την επιχείρηση και η μακροπρόθεσμη ικανότητά της να ανταπεξέρχεται στις πληρωμές των πιστωτών της, που δεν αποτελούν μετόχους της επιχείρησης (Wiklund et al., 2008). Η υψηλή μόχλευση σχετίζεται με υψηλότερο ρίσκο και κίνδυνο και συχνά αποτελεί εμπόδιο για την επιχείρηση να δανειστεί νέα κεφάλαια.

Οι πιστωτές της επιχείρησης που δεν λαμβάνουν το κεφάλαιο που τους αναλογεί, έχουν τη δύναμη να οδηγήσουν ακόμη και σε χρεοκοπία την επιχείρηση που τους οφείλει το δανειακό κεφάλαιο. Γενικά, ο βαθμός μόχλευσης σε επιχειρησιακό επίπεδο, απαιτεί προσεκτική μελέτη των αναγκών και του περιβάλλοντος της επιχείρησης και κατανόηση του συνολικού κινδύνου που απορρέει από την πολιτική που βασίζεται στο δανεισμό ξένων κεφαλαίων.

Παραδείγματα χρηματοοικονομικών δεικτών που αφορούν στη μόχλευση της επιχείρησης, σύμφωνα με τους Graham et al. (2013), Gibson (2008) είναι:

$$\begin{aligned} &\text{➤ Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης (Debt ratio) =} \\ &\quad \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων (Total Liabilities)}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού (Total Assets)}} \end{aligned}$$

Ο δείκτης χρέους είναι ο πιο δημοφιλής δείκτης μόχλευσης και δείχνει τη μακροπρόθεσμη ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τα χρέη της. Για τον υπολογισμό του χρησιμοποιούνται οι συνολικές υποχρεώσεις που διατηρεί η επιχείρηση, στις οποίες ανήκουν οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις, το αποθεματικό και γενικά οποιαδήποτε άλλη υποχρέωση δεν είναι βραχυχρόνια. Δεν συμπεριλαμβάνονται όμως τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, ο δείκτης δείχνει το ποσοστό του ενεργητικού της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από εξωτερικούς πιστωτές και κατά πόσο αυτοί είναι εξασφαλισμένοι. Στην περίπτωση που η επιχείρηση κρίνεται ως αφερέγγυα ή υπάρχει υψηλός κίνδυνος χρεοκοπίας, συνήθως δεν έχει τη δυνατότητα να λάβει επιπλέον εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι τιμές του δείκτη κυμαίνονται από 0 έως 1. Παρατηρείται πως όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του, τόσο καλύτερη είναι η κατάσταση της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος λόγω μικρότερου χρέους/δανεισμού και επομένως υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες να ανταποκριθεί στο χρέος της. Γενικά, οι επιχειρήσεις που έχουν σταθερή ροή κερδών μπορούν πιο εύκολα να διαχειριστούν το χρέος τους και τους κινδύνους που ελλοχεύουν. Για την καλύτερη ερμηνεία του δείκτη και ταυτόχρονα ασφαλέστερη παρακολούθηση της πορείας της επιχείρησης, κρίνεται συνετή η σύγκρισή του με τους δείκτες των όμοιων επιχειρήσεων και το μέσο όρο του κλάδου.

$$\text{➤ Δείκτης Βραχυπρόθεσμου Χρέους} = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμο Χρέος (Short-term debt)}}{\text{Συνολικό Χρέος (Total debt)}}$$

Ο παραπάνω δείκτης αποτελεί μία από τις εναλλακτικές μεθόδους μέτρησης του βραχυπρόθεσμου χρέους της επιχείρησης. Ως βραχυπρόθεσμο χρέος ορίζονται οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της επιχείρησης, δηλαδή οι υποχρεώσεις που λήγουν εντός των επόμενων δώδεκα μηνών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα βραχυχρόνιων υποχρεώσεων αποτελούν τα βραχυχρόνια τραπεζικά δάνεια. Ο δείκτης δείχνει το βραχυχρόνιο δανεισμό ως ποσοστό του συνολικού δανεισμού. Επομένως, με γνώμονα αυτόν το δείκτη, η επιχείρηση μπορεί να εξάγει χρήσιμα συμπεράσματα και να επιλέγει τις κατάλληλες πολιτικές που θα της εξασφαλίσουν την απαραίτητη ρευστότητα για την αποπληρωμή του χρέους. Αν και ο βραχυχρόνιος δανεισμός συνήθως έχει μικρότερο κόστος από το μακροχρόνιο, έχει και κάποια μειονεκτήματα. Για παράδειγμα, η επιχείρηση θα πρέπει να έχει άμεσο έλεγχο της ρευστότητάς της, καθώς ο χρόνος που πρέπει να εξυπηρετήσει το χρέος είναι πιο σύντομος.

$$\text{➤ Δείκτης Μακροπρόθεσμης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμο Χρέος (Long-term debt)}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού (Total Assets)}}$$

Ο δείκτης δείχνει το ποσοστό των ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης που χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμο δανεισμό. Ως μακροπρόθεσμος δανεισμός ή χρέος θεωρούνται τα δάνεια και οι υπόλοιπες υποχρεώσεις της επιχείρησης, με ημερομηνία αποπληρωμής άνω του ενός έτους. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αποτυπώνει τη μακροχρόνια οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και την ικανότητά της να καλύπτει τις οικονομικές της υποχρεώσεις. Από την ερμηνεία του δείκτη προκύπτει ακόμη μία χρήσιμη πληροφορία καθώς δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικό) της επιχείρησης που πρέπει να ρευστοποιηθεί ώστε να εξοφληθεί το μακροχρόνιο χρέος. Μία υψηλότερη τιμή του δείκτη, φανερώνει υψηλότερο κίνδυνο στην αποπληρωμή του χρέους και μεγαλύτερες πιθανότητες αποτυχίας εξόφλησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι δανειστές είναι πιο διστακτικοί στη χορήγηση δανείων και οι επενδυτές πιο καχύποπτοι στην αγορά μετοχών.

$$\text{➤ Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια (Debt/equity ratio) = } \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων (Total Liabilities)}}{\text{Ίδια Κεφάλαια (Shareholders' Equity)}}$$

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια μετρά την εταιρική χρηματοοικονομική μόχλευση και συγκρίνει το συνολικό χρέος που έχει, δηλαδή τις συνολικές της υποχρεώσεις με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Δείχνει κατά πόσο η επιχείρηση χρηματοδοτείται μέσω δανεισμού έναντι ιδίων κεφαλαίων. Επομένως, με τη χρήση του γίνεται γνωστή η μέθοδος χρηματοδότησης των λειτουργικών και αναπτυξιακών της αναγκών, δηλαδή η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερη η τιμή του, τόσο περισσότερο στηρίζει η επιχείρηση την άντληση κεφαλαίων σε εξωτερικό δανεισμό, παρά σε ίδια κεφάλαια και επομένως τόσο πιο υπερχρεωμένη και ριψοκίνδυνη θεωρείται.

2.2.3 Δείκτης Τιμής Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E ratio)

Ένας από τους σημαντικότερους χρηματοοικονομικούς δείκτες που αφορά στην ανάλυση της παρούσας εργασίας είναι ο Δείκτης Τιμής Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (price to earnings ratio ή P/E ratio). Χρησιμοποιείται ευρέως στα πλαίσια του μοντέλου κερδών στη θεμελιώδη ανάλυση (fundamental analysis), σύμφωνα με την οποία, οι επενδυτές βρίσκουν την πραγματική ή εσωτερική αξία (intrinsic value) της μετοχής. Όπως αναφέρει ο Gottwald (2012), η εκτίμηση της πραγματικής αξίας της μετοχής αποτελεί, εξάλλου, έναν από τους κύριους στόχους της θεμελιώδους ανάλυσης. Συγκεκριμένα, πρόκειται για το λόγο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα αντίστοιχα κέρδη της εταιρείας ανά μετοχή για το πιο πρόσφατο έτος. Αποτυπώνει το ποσό που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση μίας μετοχής, για κάθε ένα ευρώ καθαρών κερδών ανά μετοχή που πραγματοποιεί η επιχείρηση.

Ο Ramcharran (2002) αναφέρει ότι πραγματοποιείται ευρεία χρήση του δείκτη στην αποτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων (equity valuation) της επιχείρησης, κυρίως επειδή υπάρχει μεγάλη ευκολία στον υπολογισμό και στη χρήση του. Παράλληλα, περιγράφει πως οι αναλυτές της αγοράς και οι επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη έμφαση σε αυτόν, καθώς αποτελεί βοηθητικό και χρήσιμο εργαλείο στη σύγκριση της κερδοφορίας των εταιρειών. Με αυτό τον τρόπο, καθίστανται ενήμεροι σχετικά με την εταιρεία του κλάδου που είναι συμφέρουσα για αυτούς, ώστε να πραγματοποιήσουν τις κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις και στρατηγικές. Εφόσον ο δείκτης P/E δείχνει

πόση αξία δίνει η αγορά για κάθε ευρώ κερδών της επιχείρησης, αποτυπώνει τα συναισθήματα των επενδυτών σχετικά με τις μετοχές και ασκεί μεγάλη επιρροή στις επενδυτικές αποφάσεις.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, γίνεται αντιληπτό ότι με την αξιοποίηση τέτοιου είδους δεικτών, μπορούν να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα αναφορικά με τις μετοχές της επιχείρησης. Έτσι, ένας υψηλότερος P/E δείκτης, αυτόματα συνεπάγεται υψηλότερη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής συγκριτικά με τα κέρδη ανά μετοχή. Αυτό σημαίνει πως όσο η επιχείρηση δεν έχει μεγάλη κερδοφορία, ενώ η μετοχή της πωλείται σε υψηλή τιμή, χαρακτηρίζεται ως υπερτιμημένη. Οι ορθολογικοί επενδυτές έχουν την τάση να πωλούν υπερτιμημένες μετοχές, καθώς οι τιμές τους συνήθως σημειώνουν πτώση στο μέλλον (Gottwald, 2012). Ένας χαμηλότερος P/E δείκτης, συνήθως δείχνει πως πρέπει να διατεθούν λιγότερα χρήματα για την απόκτηση της μετοχής, ενώ η επιχείρηση σημειώνει συγκριτικά μεγαλύτερα κέρδη. Σε αυτή την περίπτωση, οι ορθολογικοί επενδυτές πράττουν ακριβώς το αντίθετο, με αποτέλεσμα να αγοράζουν υποτιμημένες μετοχές, καθώς οι τιμές τους πρόκειται να αυξηθούν μελλοντικά.

Ωστόσο τόσο η ύπαρξη υπερτιμημένων όσο και υποτιμημένων μετοχών, είναι απόρροια της απομάκρυνσης των τιμών τους από την πραγματική ή εσωτερική αξία.

2.3 Η υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence) των μάνατζερ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο της εργασίας, παρουσιάστηκαν τα πιο συνήθη σφάλματα τα οποία πραγματοποιούν οι εταιρικοί μάνατζερ κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ένα από αυτά είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence). Πιο αναλυτικά, σύμφωνα με τους Huang et al., (2016), αυτό το σφάλμα παραπέμπει στην τάση που έχουν οι μάνατζερ να πιστεύουν ότι είναι καλύτεροι από το μέσο όρο των ομοίων τους («better – than – average» effect). Συγκεκριμένα, περιγράφει ότι αυτό συμβαίνει όταν τα άτομα αυτοαξιολογούν τις δεξιότητες και τα προσωπικά χαρακτηριστικά τους, υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους και θεωρούν ότι είναι καλύτεροι από το μέσο όρο σε συγκεκριμένη δεξιότητα ή ότι διαθέτουν πιο επιθυμητά γνωρίσματα.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση έχει ως άμεση απόρροια τα άτομα να αντιμετωπίζουν με ιδιαίτερη αισιοδοξία μελλοντικά γεγονότα, καθώς οι συμμετέχοντες στη διαδικασία λήψης αποφάσεων δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες σε επιτυχείς

εκβάσεις, εφόσον το τελικό αποτέλεσμα διαμορφώνεται αποκλειστικά από τις δικές τους ικανότητες. Εξαιτίας των παραπάνω λόγων υπερεκτιμούν τη μελλοντική απόδοση της εταιρείας που εργάζονται.

Όπως είναι φυσικό, η συμπεριφορά των μάνατζερ επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό το είδος των αποφάσεων που λαμβάνονται σε επιχειρησιακό επίπεδο. Επιπλέον, ασκεί μεγάλη επιρροή στη διάρθρωση κεφαλαίου της επιχείρησης, στην επιλογή επενδυτικών στρατηγικών και μεθόδων χρηματοδότησής της (π.χ. έκδοση μετοχών ή μέθοδος μόχλευσης) (Huang et al., 2016).

2.3.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital Structure)

Η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) της επιχείρησης αποτελεί ενδεχομένως την πιο σημαντική διαδικασία κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής της και οι μάνατζερ καλούνται να λάβουν αποφάσεις μεγάλης βαρύτητας σχετικά με αυτήν. Πρόκειται για τη μέθοδο που χρησιμοποιεί η επιχείρηση με σκοπό την άντληση κεφαλαίων και τη χρηματοδότησή της γενικότερα. Συγκεκριμένα, αποτελεί συνδυασμό δύο πηγών χρηματοδότησης, του δανεισμού ή γενικότερα του χρέους (debt) και του μετοχικού κεφαλαίου (equity) (Bilgehan, 2014).

Παράλληλα, έχει άμεσο αντίκτυπο στην εταιρική αξία. Αυτή η σχέση αλληλεξάρτησης που δημιουργείται προκύπτει από το κόστος που έχουν οι δύο αυτές μέθοδοι χρηματοδότησης. Στην πρώτη περίπτωση, η εταιρεία που αντλεί κεφάλαιο κυρίως μέσω δανεισμού/ χρέους, έχει υψηλό χρηματοοικονομικό κίνδυνο, με αποτέλεσμα να απαιτούνται υψηλότερες αποδόσεις στα ομόλογα, ως αντιστάθμισμα στον κίνδυνο. Ενώ, στη δεύτερη, όπου η χρηματοδότηση επικεντρώνεται κυρίως στην έκδοση μετοχών, παρατηρείται ότι υπάρχει συγκριτικά μεγαλύτερο κόστος. Επομένως, με βάση τα παραπάνω, εξάγεται το συμπέρασμα πως το συνολικό κόστος δανεισμού της επιχείρησης, δηλαδή το κόστος της κεφαλαιακής διάρθρωσης, αποτελεί το άθροισμα κόστους των δύο προαναφερθέντων μεθόδων.

Ο άριστος συνδυασμός των παραπάνω πηγών χρηματοδότησης αποτελεί στοιχείο υψίστης σημασίας. Έτσι, οι μάνατζερ θα πρέπει να επιλέγουν την καταλληλότερη μέθοδο ή το σωστό συνδυασμό αυτών, εξετάζοντας λεπτομερώς το προφίλ, τις ανάγκες και το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι και η οικονομική ευημερία της. Ο παραπάνω στόχος όμως, είναι επιτεύξιμος όταν οι επιχειρήσεις λειτουργούν με βάση το παραδοσιακό νεοκλασικό παράδειγμα, σύμφωνα με το οποίο, οι μάνατζερ είναι ορθολογικά

οικονομούντα άτομα και οι αποφάσεις που λαμβάνουν είναι ανεπηρέαστες από ψυχολογικούς και συναισθηματικούς παράγοντες.

Στην πραγματικότητα όμως, όπως αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι αποφάσεις των μάνατζερ διαμορφώνονται από διάφορες συναισθηματικές επιρροές και σφάλματα. Όμοια συμπεριφορά παρατηρείται στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Πιο αναλυτικά, ο Bilgehan (2014) περιγράφει πως το σφάλμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης που χαρακτηρίζει τους μάνατζερ, επιφέρει πληθώρα συνεπειών στις εταιρικές αποφάσεις που σχετίζονται με τη χρηματοδοτική πολιτική της επιχείρησης. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορεί να οδηγήσει τους μάνατζερ στην επιλογή υψηλότερου επιπέδου δανεισμού από το επιθυμητό, με συνέπεια την υπο - άριστη (sub-optimal) κεφαλαιακή διάρθρωση. Επιπλέον, ο Bilgehan (2014) τονίζει πως οι μάνατζερ που φέρουν αυτό το χαρακτηριστικό, τείνουν να πιστεύουν ότι οι μετοχές της εταιρείας υποεκτιμώνται, σε σχέση με τις αγοραίες τιμές και έτσι δημιουργείται το πρόβλημα της διαφορετικής τιμολόγησης των τίτλων (mispricing problem). Το γεγονός αυτό, επιδρά άμεσα στις επενδύσεις που επιλέγονται και τίθεται το ζήτημα της βιωσιμότητας των επιλεχθέντων επενδυτικών πλάνων. Επιπρόσθετα, τονίζει ότι εξαιτίας της υπερ - αυτοπεποίθησης, συχνά οι μάνατζερ εκτιμούν λανθασμένα και επιλέγουν επενδυτικά πλάνα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Παράλληλα, επειδή έχουν την αντίληψη ότι οι μετοχές της εταιρείας είναι υποτιμημένες, στρέφονται στο δανεισμό για την εξασφάλιση πόρων προς χρηματοδότηση αυτών των πλάνων. Τελικό αποτέλεσμα αυτής της συμπεριφοράς, αποτελεί η εκτεταμένη χρήση δανεισμού, αντί αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, υψηλοί δείκτες χρέους και οικονομική δυσπραγία.

Σύμφωνα με τους Azouzi & Jarbouï (2012) αυτή η κατηγορία μάνατζερ υποτιμά τις πιθανότητες και τον κίνδυνο που ελλοχεύει σχετικά με τη χρεοκοπία της επιχείρησής τους και πιστεύει πως διατηρεί τον έλεγχο αυτής, με συνέπεια την αύξηση του χρέους/ δανεισμού της επιχείρησης. Από τα ανωτέρω προκύπτει πως οι μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση τείνουν να διαμορφώνουν τη δομή κεφαλαίου της επιχείρησης βασιζόμενοι κυρίως στο δανεισμό, παρά στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ενδεικτικό στοιχείο είναι πως οι επιχειρήσεις που διοικούνται από μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση, σημειώνουν υψηλότερους δείκτες μόχλευσης (leverage ratios), από όταν αυτές διοικούνται από ορθολογικούς μάνατζερ.

2.3.2 Ωρίμανση Χρέους (Debt Maturity)

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα που έχει εκπονηθεί από τους Huang et al., (2016) και περιγράφει πως οι εταιρικοί μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την πολιτική της εταιρείας, αναφορικά με την ωρίμανση του χρέους της (debt maturity). Έτσι, παρατηρείται ότι δεν υπάρχει επίδραση μόνο στην κεφαλαιακή διάρθρωση, όπως έχει αναλυθεί παραπάνω, αλλά εξάγονται περαιτέρω συμπεράσματα για τη χρηματοδοτική πολιτική. Πιο αναλυτικά, σε αυτό το πλαίσιο οι επιχειρήσεις τείνουν να έχουν συγκεκριμένη προτίμηση στο χρόνο αποπληρωμής των κεφαλαίων τους. Συγκεκριμένα, η άντληση κεφαλαίων, στην πλειοψηφία της, προέρχεται από βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση (short-term debt), δηλαδή με διάρκεια ζωής περίπου ενός έτους.

Παρόλο που τέτοιου είδους χρηματοδοτική πολιτική, χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο ρευστότητας, οι Huang et al., (2016) αναφέρουν ότι δεν αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα για αυτούς τους μάνατζερ. Επιπλέον, με τη χρήση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, οι μάνατζερ εκτιμούν ότι αυξάνουν σε μεγαλύτερο βαθμό τη μετοχική αξία. Αυτή η πεποίθησή τους προκύπτει επειδή υπερεκτιμούν τις πιθανότητες που υπάρχουν να αναχρηματοδοτήσουν το βραχυπρόθεσμο χρέος τους με χαμηλότερο κόστος, ως ανταπόκριση σε μελλοντικά ευνοϊκά νέα.

Ένας επιπρόσθετος λόγος που συμβάλλει στην απόφαση των μάνατζερ να επιλέγουν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό αποτελεί η εσωτερική πληροφόρηση που πιστεύουν ότι διαθέτουν, εν αντιθέσει με τις αγορές. Το γεγονός αυτό, επιφέρει αποκλίσεις τιμών και οδηγεί στη διαφορετική τιμολόγηση των χρεογράφων της επιχείρησης (securities mispricing). Παρατηρείται ότι η απόκλιση αυτή, είναι ιδιαίτερα αυξημένη στο μακροπρόθεσμο δανεισμό και τελικά επιλέγεται κυρίως ο βραχυπρόθεσμος, με την πρόθεση να ελαχιστοποιηθούν οι διαφορές στις τιμές.

Μάλιστα, άξιο αναφοράς είναι το συμπέρασμα πως η άντληση κεφαλαίων μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (equity) παρουσιάζει μεγαλύτερες αποκλίσεις στις τιμές, από ότι το χρέος (debt). Με βάση αυτό το κριτήριο, συμπεραίνεται πως αυτοί οι μάνατζερ προτιμούν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό (short-term debt) από το μακροπρόθεσμο (long-term debt) και παράλληλα το μακροπρόθεσμο από την έκδοση μετοχών (perpetuity debt/ equity).

2.3.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Mergers and Acquisitions)

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν πλέον συχνό φαινόμενο και είναι από τις κύριες μεθόδους ανάπτυξης των επιχειρήσεων καθώς, συν τοις άλλοις, αποσκοπούν στην αύξηση της απόδοσης και της κερδοφορίας τους. Παρακάτω, θα μελετηθούν τα αποτελέσματα, όταν οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε αυτές, διοικούνται από μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση.

Αρχικά, σημαντικό κρίνεται να αναφερθούν περαιτέρω τα κίνητρα που οδηγούν στη δημιουργία Σ&Ε (Brown & Sarma, 2007). Το πρώτο κίνητρο αφορά στη δημιουργία συνεργειών. Αυτές σχετίζονται με την επιπλέον αξία που προκύπτει από τη συνένωση των επιχειρήσεων και ξεπερνά το άθροισμα των αξιών που υπήρχε όταν αυτές λειτουργούσαν μεμονωμένα. Το δεύτερο κίνητρο σχετίζεται με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, σύμφωνα με το οποίο οι μάνατζερ επιδιώκουν την επίτευξη των στόχων τους, δρώντας, πολλές φορές, ενάντια στα συμφέροντα των μετόχων. Με άλλα λόγια, οι μάνατζερ αποσκοπούν στην ανάπτυξη της επιχείρησης μέσω Σ&Ε, χωρίς να συνυπολογίζουν την παράμετρο της απώλειας των κερδών για τους μετόχους της. Επιπλέον, το τρίτο κίνητρο συνδέεται με την αλαζονεία των μάνατζερ (managerial hubris). Αυτή η συμπεριφορά έχει ως αποτέλεσμα την εσφαλμένη άποψη αναφορικά με τη δημιουργηθείσα αξία, εξαιτίας της ιδιαίτερης αισιοδοξίας που χαρακτηρίζει τους μάνατζερ της εξαγοράζουσας επιχείρησης για τις δυνητικές συνέργειες.

Επιπλέον, οι Brown & Sarma (2007) διευκρινίζουν ότι για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων αναφορικά με τις Σ&Ε, ταυτόχρονα με την υπερβολική αυτοπεποίθηση των μάνατζερ θα πρέπει να εξετάζεται και η κυριαρχία αυτών (CEO dominance). Πρόκειται για την ικανότητα των μάνατζερ να επιβάλλουν τις απόψεις που έχουν λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης στις αποφάσεις της επιχείρησης. Παρόλα αυτά, σημαντικό είναι να διευκρινιστεί πως οι δύο αυτές έννοιες δεν είναι άρρηκτα συνδεδεμένες μεταξύ τους. Δηλαδή, αν και η κυριαρχία των μάνατζερ απορρέει από την ενδεχόμενη αυτοπεποίθηση τους, δεν είναι απόλυτο πως οι μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση, θα είναι απαραίτητα και κυρίαρχοι στις εταιρικές αποφάσεις. Βέβαια, όταν τα δύο αυτά χαρακτηριστικά υφίστανται, τείνουν να έχουν τον ίδιο βαθμό επιρροής στις εταιρικές αποφάσεις για τη δημιουργία Σ&Ε.

Οι Brown & Sarma (2007) παραθέτουν βασικές αποκλίσεις που παρατηρούνται στη συμπεριφορά ορθολογικών και μη ορθολογικών μάνατζερ. Στη δεύτερη περίπτωση, οι μάνατζερ θεωρούνται ως μη ορθολογικοί εξαιτίας της ισχυρής αυτοπεποίθησης που

έχουν, τείνοντας να υπερεκτιμούν τη συνεργία που θα δημιουργηθεί από μία ενδεχόμενη συγχώνευση ή εξαγορά, καθώς αξιολογούν τις δεξιότητες τους «καλύτερες από το μέσο όρο». Επίσης, συχνά υποτιμούν τους κινδύνους που ελλοχεύει μία ενδεχόμενη εξαγορά, έχοντας την ψευδαίσθηση του ελέγχου (illusion of control), η οποία σύμφωνα με τους Bracha & Brown (2012), περιγράφει την τάση που έχουν τα άτομα να πιστεύουν ή ακόμη και να δρουν, με την πεποίθηση ότι μπορούν να επηρεάσουν και να ελέγξουν τα αποτελέσματα τυχαίων γεγονότων.

Επιπρόσθετα, αναφέρεται ότι οι μάνατζερ με αυτό το χαρακτηριστικό, έχουν την άποψη πως η αγορά υποτιμά τις μετοχές της επιχείρησής τους. Στη διαμόρφωση αυτής της άποψης κυρίως συμβάλλει το γεγονός ότι υπερεκτιμούν τις μελλοντικές αποδόσεις που θα δημιουργηθούν υπό την καθοδήγησή τους. Αντίθετα, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, οι ορθολογικοί μάνατζερ προβαίνουν σε εξαγορές μόνο όταν τεκμηριωμένα προκύπτει ότι η συνεργία που θα δημιουργηθεί θα είναι θετική για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Παραμένουν αδιάφοροι στον τρόπο χρηματοδότησης της συγχώνευσης και επιλέγουν τη μέθοδο έκδοσης μετοχών ή/ και μετρητά. Απεναντίας, οι μη ορθολογικοί μάνατζερ δίνουν μεγάλη βαρύτητα στη μέθοδο χρηματοδότησης, καθώς αξιολογούν την εξωτερική χρηματοδότηση ως μία ιδιαίτερα δαπανηρή μέθοδο. Έτσι, οδηγούνται στη συγχώνευση ή εξαγορά μόνο όταν η δυνητική συνεργία που θα υπάρξει θα είναι μεγαλύτερη από τις απώλειες που θα προκύψουν από την έκδοση υποτιμημένων μετοχών.

Συμπερασματικά, με βάση όλα τα προαναφερθέντα, εξάγεται το συμπέρασμα πως οι μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση και με μεγαλύτερη επιρροή και επικράτηση στις επιχειρησιακές αποφάσεις, αυξάνουν τις πιθανότητες για την επιχείρηση που διοικούν να προβεί στη δημιουργία Σ&Ε. Προς αποφυγήν όμως των αρνητικών συνεπειών, σχετικά με τις Σ&Ε, που οφείλονται στην υπερβολική αυτοπεποίθηση των μάνατζερ, όπως για παράδειγμα η μείωση της εταιρικής αξίας, προτείνεται η ενίσχυση ενός ανεξάρτητου διοικητικού συμβουλίου (Brown & Sarma, 2007).

2.4 Η αισιοδοξία (optimism) των μάνατζερ

Οι Gudmundsson & Lechner (2013), παραθέτουν ένα γενικό ορισμό για το σφάλμα της αισιοδοξίας λέγοντας πως πρόκειται για ένα γνωστικό σφάλμα, που οδηγεί σε υπερεκτίμηση και υποτίμηση της πιθανότητας να συμβούν θετικά και αρνητικά

γεγονότα αντίστοιχα, έχοντας την προσδοκία για θετικό αποτέλεσμα σε καταστάσεις χωρίς άμεσο έλεγχο.

Οι αισιόδοξοι μάνατζερ εκτιμούν πως η ενδεχόμενη κερδοφορία της επιχείρησης, θα συνεχίσει να υφίσταται και στο μέλλον ή ακόμη πως η μελλοντική επίδοση της επιχείρησης θα είναι ακόμα καλύτερη από την παρούσα. Γενικά παρατηρείται ότι τα άτομα που κατέχουν διοικητικές θέσεις σε μία επιχείρηση, έχουν την τάση να είναι πιο αισιόδοξα από το γενικό πληθυσμό. (Graham et al., 2013)

2.4.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital Structure)

Αναντίρρητα, και το σφάλμα της αισιοδοξίας των μάνατζερ, ασκεί μεγάλη επιρροή στη χρηματοδοτική πολιτική της επιχείρησης και στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Έτσι, σύμφωνα με τους Azouzi & Jarboui (2012), οι αισιόδοξοι μάνατζερ, τείνουν να πιστεύουν ότι τα χρεόγραφα της επιχείρησης τους υποεκτιμώνται από την αγορά, και συχνά απορρίπτουν επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία, στις περιπτώσεις που απαιτούνται εξωτερικά κεφάλαια (external funds) για τη χρηματοδότησή τους. Ενώ αντίθετα, υπάρχουν περιπτώσεις που επιλέγουν επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, εξαιτίας του σφάλματος της αισιοδοξίας που οδηγεί σε εσφαλμένες προβλέψεις σχετικά με τις ταμειακές ροές της επιχείρησης.

Οι αισιόδοξοι μάνατζερ έχουν την αντίληψη ότι οι επενδύσεις της επιχείρησής τους είναι πιο κερδοφόρες από ότι είναι στην πραγματικότητα. Αυτό σχετίζεται με τις αναμενόμενες αποδόσεις (expected return) που χαρακτηρίζουν αυτές τις επενδύσεις.

Κατά συνέπεια οι μετοχές τείνουν να υποεκτιμώνται σε μεγαλύτερο βαθμό από τα υπόλοιπα χρεόγραφα της επιχείρησης (π.χ. ομόλογα) και έτσι οι μάνατζερ συνήθως δεν στηρίζουν τη χρηματοδότηση σε αυτήν τη μέθοδο, αλλά προτιμούν πηγές που προέρχονται κυρίως από το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης (internally generated resources), έχοντας ως δεύτερη καλύτερη εναλλακτική τον εξωτερικό δανεισμό (debt). Η έκδοση μετοχών ως πηγή άντλησης κεφαλαίων αποτελεί για αυτούς την έσχατη λύση και επιλέγεται συνήθως όταν δεν υπάρχει δυνατότητα των δύο προηγούμενων προαναφερθέντων πηγών.

Η αβεβαιότητα, που κυριαρχεί στο επιχειρησιακό περιβάλλον, επιδρά κατά κόρον στις χρηματοδοτικές αποφάσεις των μάνατζερ και στη δομή κεφαλαίου. Αναλυτικότερα, συνδέεται άμεσα με την αποστροφή κινδύνου (risk aversion), γεγονός που καθιστά τους μάνατζερ αρκετά συντηρητικούς και απρόθυμους να μεταβάλλουν τη

σύσταση της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένου και του μετοχικού κεφαλαίου της. Αυτή η συσχέτιση αποτελεί ακόμη έναν ιδιαίτερα αξιοσημείωτο λόγο, κατά τον οποίο η έκδοση μετοχών αποφεύγεται όσο το δυνατόν από τους αισιόδοξους μάνατζερ.

2.4.2 Διακράτηση Μετρητών (Cash Holdings)

Πληθώρα παραγόντων επηρεάζει την εταιρική πολιτική σχετικά με τη χρήση και την ποσότητα μετρητών της επιχείρησης. Για παράδειγμα, οι εταιρικοί οικονομικοί περιορισμοί, οι κανονισμοί για την προστασία των μετόχων, οι συνθήκες εταιρικής διακυβέρνησης ή ακόμη και η χώρα στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, οδηγούν στη διαφορετική πολιτική διακράτησης μετρητών. Σε αυτήν την υποενότητα όμως, προστίθεται ακόμη ένας καταλυτικός παράγοντας, και συνεπώς θα αναλυθούν πως τα συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των μάνατζερ και συγκεκριμένα η αισιοδοξία, ασκεί επιρροή και δημιουργεί διαφορετικά κίνητρα για τη συσσώρευση μετρητών της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Huang-Meier et al., (2015), οι αισιόδοξοι μάνατζερ αποφεύγουν εντόνως την εξωτερική χρηματοδότηση, ενώ η χρήση μετρητών για την εξυπηρέτηση των εταιρικών υποχρεώσεων, όπως οι κεφαλαιουχικές δαπάνες, αποτελεί για αυτούς τη συχνότερη επιλογή και ιδανικότερη λύση. Παράλληλα, τείνουν να κρατούν μετρητά για την αξιοποίησή τους σε αναπτυξιακές ευκαιρίες (growth opportunities) και αποταμιεύουν μεγαλύτερες ποσότητες αυτών, συγκριτικά με τους μη αισιόδοξους μάνατζερ, όταν αντιμετωπίζουν δυσμενείς καταστάσεις.

Τόσο οι αισιόδοξοι μάνατζερ όσο και οι μη αισιόδοξοι, συσσωρεύουν μετρητά. Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι οι αισιόδοξοι έχουν την τάση να το κάνουν σε μεγαλύτερο βαθμό. Ένας από τους λόγους που δικαιολογεί αυτήν τη συμπεριφορά τους, είναι πως επιλέγουν να πληρώνουν σε μικρότερο βαθμό μερίσματα και ότι προτιμούν να χρησιμοποιούν εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης (π.χ. μετρητά). Επιπλέον, οι μάνατζερ που υποπίπτουν στο σφάλμα της αισιοδοξίας, εκμεταλλεύονται τα αποθέματα μετρητών σε μεγαλύτερες συμφωνίες, όπως επενδύσεις που σχετίζονται με την έρευνα και ανάπτυξη. Ως εκ τούτου, το ταμειακό τους υπόλοιπο (cash balance) παρατηρείται πιο ευμετάβλητο, εξαιτίας των έντονων αλλαγών που παρατηρούνται σε αυτές τις επενδύσεις.

Οι επιχειρήσεις με αισιόδοξους μάνατζερ υλοποιούν επενδύσεις, αλλά και τις ενδεχόμενες εξαγορές τους με χρηματοδότηση που βασίζεται σε μετρητά. Μία ακόμη διαφορά που αφορά στη διαφορετική πολιτική των επιχειρήσεων αναφορικά με τη

διακράτηση μετρητών είναι ότι οι μάνατζερ με αισιοδοξία οδηγούν τις επιχειρήσεις στη διάθεση λιγότερων αποθεματικών και απαιτήσεων, ενώ αυτό που έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι το γεγονός ότι αποταμιεύουν λιγότερα για προληπτικό σκοπό, δηλαδή για ενδεχόμενη ζημία της επιχείρησης ή οποιαδήποτε άλλη ανάγκη για χρηματοδότηση προκύψει από τη μελλοντική αβεβαιότητα. Αυτή η συμπεριφορά είναι άμεσα συνδεδεμένη με την τάση που έχουν αυτά τα άτομα να υποτιμούν τους κινδύνους που ελλοχεύουν.

Ένα ακόμη ενδιαφέρον χαρακτηριστικό είναι η σχέση που υπάρχει μεταξύ των μετρητών της επιχείρησης και της συμμετοχής των αισιόδοξων μάνατζερ στην ιδιοκτησία της. Έτσι, οι Huang-Meier et al., (2015), απέδειξαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση των δύο μεγεθών με αποτέλεσμα να διακρατούν μεγαλύτερη ποσότητα μετρητών, καθώς η ιδιοκτησία τους αυξάνεται.

Επιπλέον, αξιοσημείωτο σε αυτήν την έρευνα είναι το γεγονός πως οι διοικούσες επιχειρήσεις από αισιόδοξους μάνατζερ δεν έχουν μεγάλη ποσότητα μετρητών. Γεγονός που δεν οφείλεται μόνο στο συντηρητισμό που παρατηρείται στη μέθοδο εξωτερικού δανεισμού (debt conservatism) για τη χρηματοδότηση αναπτυξιακών ευκαιριών. Ενώ παράλληλα, σημειώνεται πως οι υψηλά μοχλευμένες επιχειρήσεις (high leverage ratios), δεν συνηθίζουν να έχουν μεγάλο απόθεμα μετρητών.

Σύμφωνα με όσα έχουν ειπωθεί έως τώρα, εξάγεται το συμπέρασμα πως το σφάλμα αισιοδοξίας των μάνατζερ έχει άμεση απόρροια στην πολιτική της επιχείρησης σχετικά με τα μετρητά που αποταμιεύει για μελλοντική χρήση. Έτσι, παρατέθηκαν στοιχεία που επιβεβαιώνουν τα διαφορετικά κίνητρα που υπάρχουν σε αυτήν, όταν οι επιχειρήσεις διοικούνται από αισιόδοξους ή μη αισιόδοξους μάνατζερ. Κρίσιμο συμπέρασμα, λοιπόν, αποτελεί ότι ανάλογη συμπεριφορά καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις που σχετίζονται άμεσα με τη ρευστότητα της επιχείρησης, εκτός των άλλων συνεπειών που έχουν αναλυθεί.

2.5 Η αποστροφή απώλειας (loss aversion) των μάνατζερ

Η αποστροφή απώλειας (loss aversion) αποτελεί ένα από τα πιο συνήθη συναισθηματικά συμπεριφορικά σφάλματα που ενδέχεται να οδηγηθούν οι μάνατζερ των επιχειρήσεων κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Αυτό το σφάλμα συνδέεται με τον κίνδυνο (risk) και την αβεβαιότητα (uncertainty) των αποφάσεων (Pepper &

Gore, 2012). Σύμφωνα με τη συμπεριφορική θεωρία αντιπροσώπευσης, η εκτελεστική διοίκηση πρωτίστως αποστρέφεται τις απώλειες ή αλλιώς ζημίες (loss aversion) και δευτερογενώς τον κίνδυνο (risk aversion). Παράλληλα, τα κέρδη και οι ζημίες υπολογίζονται από τον εντολοδόχο, δηλαδή τον μάνατζερ, σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς (reference point) που ο ίδιος υποκειμενικά ορίζει.

Αυτό έχει ως συνέπεια οι προτιμήσεις να διαφοροποιούνται σε σχέση με τα κέρδη και τις ζημίες. Πιο συγκεκριμένα, στα σημεία (συγκριτικά πάντα με το υποκειμενικό σημείο αναφοράς) που το άτομο παρουσιάζεται να έχει αποστροφή στις απώλειες, τείνει να αυξάνει την επιθυμία του για βραχυπρόθεσμο κίνδυνο, ενώ στα σημεία που παρουσιάζεται με αποστροφή κινδύνου, οι αποφάσεις εξαρτώνται από υποκειμενικές πιθανότητες.

2.5.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital Structure)

Έχει αποδειχθεί πως στην πλειοψηφία των μάνατζερ διακρίνεται η αποστροφή απώλειας ως βασικό συμπεριφορικό χαρακτηριστικό κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Συγκεκριμένα, οι Azouzi & Jarboui (2012), αναφέρουν πως το σφάλμα της αποστροφής απώλειας αποτελεί καθοριστικό παράγοντα στη διαμόρφωση των χρηματοδοτικών αποφάσεων της επιχείρησης, ενώ οδηγεί τα άτομα να υπερεκτιμούν τον κίνδυνο, καθώς οξύνει την ήδη υπάρχουσα αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τις προβλέψεις που πραγματοποιούν.

Εν συνεχεία, τονίζουν πως λόγω της έντονης αποστροφής που έχουν στις απώλειες, καταβάλλουν έντονες προσπάθειες στη μείωση του ρίσκου και γενικότερα των κινδύνων που ελλοχεύουν, ώστε να προστατεύσουν όσο το δυνατόν τη σταθερότητα της επιχείρησης. Έτσι, αυτό αποτυπώνεται και στη μέθοδο χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν για την παροχή των απαραίτητων οικονομικών πόρων.

Πιο αναλυτικά, επισημαίνουν ότι αποφεύγεται ο δανεισμός (debt financing), καθώς μέσω αυτού αυξάνεται ο κίνδυνος χρεοκοπίας, ενώ παρατηρείται έντονη η επιθυμία τους για αυτοχρηματοδότηση των επιχειρήσεών τους. Παράλληλα, στην ίδια έρευνα, τεκμηριώνεται πως και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν αποτελεί επιθυμητό σενάριο χρηματοδότησης για αυτήν την κατηγορία μάνατζερ.

Βασική αιτία που προκαλεί την απόθησή τους προς τη μη έκδοση μετοχών είναι η μεταβλητότητα που υπάρχει στις τιμές των χρεογράφων (π.χ. στις αποδόσεις

μετοχών), με κίνδυνο μεγάλης απώλειας όταν υπάρχει υποτίμηση. Επομένως, τείνουν να εκδίδουν μετοχές μόνο στην περίπτωση όπου η αγορά υπερεκτιμά την επιχείρησή τους (Azouzi & Jarboui, 2012).

Επιπλέον, η ίδια πηγή προσθέτει πως η συμπεριφορά που σχετίζεται με την ανάληψη κινδύνου καθορίζεται έντονα από την αβεβαιότητα που συνδέεται με τις αναμενόμενες αποδόσεις (expected returns). Γενικά, παρατηρείται πως οι μάνατζερ που έχουν αποστροφή απώλειας και στοχεύουν στη μεγιστοποίηση του μετοχικού πλούτου, τείνουν να χρηματοδοτούν αναπτυξιακές ευκαιρίες μέσω εσωτερικής χρηματοδότησης.

Επομένως, ως σημείο αναφοράς την ίδια έρευνα, εξάγεται το συμπέρασμα πως οι μάνατζερ που παρουσιάζουν αποστροφή στις απώλειες, τείνουν να επιδιώκουν τη χρηματοδότηση της επιχείρησής τους αρχικά με αυτοχρηματοδότηση και μετέπειτα στρέφονται στις άλλες δύο μεθόδους (debt or capital increase) που αποτελούν και τον κλασικό συνδυασμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης.

2.6 Επίδραση άλλων χαρακτηριστικών των μάνατζερ στην επενδυτική στρατηγική της επιχείρησης

Εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει η προσέγγιση που πραγματοποιεί η εκπονηθείσα έρευνα των Mohamed et al., (2014), σχετικά με επιπλέον χαρακτηριστικά των μάνατζερ που επιδρούν στην επενδυτική στρατηγική της επιχείρησης. Παραπάνω, έχει γίνει ανάλυση σχετικά με τα αποτελέσματα που έχουν στις αποφάσεις της επιχείρησης τα πιο συνήθη συναισθηματικά σφάλματα και συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των μάνατζερ. Στη συγκεκριμένη έρευνα, το ενδιαφέρον επεκτείνεται και στην ανάλυση κάποιων περαιτέρω στοιχείων, όπως η εκπαίδευση, η διάρκεια της θητείας και η συμμετοχή των μάνατζερ στην ιδιοκτησία της επιχείρησης.

Αναλυτικότερα, επισημαίνεται πως η εκπαίδευση και η εμπειρία των μάνατζερ έχουν άμεσο αντίκτυπο στην επενδυτική στρατηγική που επιλέγουν να ακολουθήσει η επιχείρηση όπου εργάζονται. Για παράδειγμα, οι μάνατζερ που έχουν πραγματοποιήσει σπουδές στα πεδία των οικονομικών, λογιστικής, χρηματοοικονομικής, λαμβάνουν διαφορετικές αποφάσεις από αυτούς που η εκπαίδευσή τους σχετίζεται με τεχνικές επιστήμες, όπως οι μηχανικοί, φυσικοί, χημικοί, βιολόγοι κ.α. Η πρώτη ομάδα των μάνατζερ δεν στηρίζει την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης στις ταμειακές ροές της (internal cash flow). Παράλληλα, χάρη στα εφόδια που διαθέτουν σχετικά με τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές στρατηγικές, θεωρείται πιο πιθανή η ορθολογική

συμπεριφορά αυτών. Αντίθετα, η δεύτερα ομάδα λόγω ελλιπών εξειδικευμένων οικονομικών γνώσεων, τείνει να επικεντρώνει τις επενδυτικές αποφάσεις στις επενδυτικές ταμειακές ροές της επιχείρησης (increase the investment cash flow sensitivity).

Παράλληλα, σύμφωνα με την ίδια πηγή, καταλυτικό ρόλο στη διαμόρφωση επενδυτικών στρατηγικών διαδραματίζει η διάρκεια της θητείας τους. Έτσι, αυτοί που κατέχουν για πολλά χρόνια την ίδια θέση στην εταιρεία, δεν είναι πρόθυμοι να προβούν σε αλλαγές και καταλήγουν να επενδύουν ακόμη και σε επενδύσεις με υψηλό ρίσκο, με απώτερο στόχο τη συνεχή ανάπτυξη της επιχείρησης. Συνήθως, αξιοποιούν εσωτερικά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση αυτών των επενδύσεων, καθώς εκτιμούν ότι αυτή η μέθοδος αποτελεί τη λιγότερο δαπανηρή σε σχέση με την έκδοση μετοχών ή τον εξωτερικό δανεισμό. Επιπλέον, η μεγάλης διάρκειας θητεία, τους επιτρέπει να εναρμονίζουν το διοικητικό συμβούλιο με τα υπόλοιπα όργανα ελέγχου της επιχείρησης. Αντίθετα, οι μανάτζερ που έχουν μικρή θητεία στη θέση εργασίας τους, καταβάλλουν προσπάθεια να δημιουργήσουν καλή φήμη και έτσι δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στα βραχυχρόνια αποτελέσματα.

Τέλος, οι Mohamed et al., (2014), παραθέτουν ακόμη έναν παράγοντα που σχετίζεται με τις επενδυτικές αποφάσεις και τις επενδυτικές ταμειακές ροές των επιχειρήσεων. Αυτός αναφέρεται στο ποσοστό συμμετοχής των μανάτζερ στην ιδιοκτησία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, όσο αυξάνεται η συμμετοχή στη συνιδιοκτησία, οι επενδυτικές ταμειακές ροές της επιχείρησης τείνουν να μειώνονται, καθώς το ενδιαφέρον των μανάτζερ στρέφεται στη μεγιστοποίηση της μετοχικής αξίας.

2.7 Αλληλεπίδραση προσωπικής και εταιρικής μόχλευσης (CEO personal and corporate leverage)

Ο στόχος αυτής της υποενότητας είναι να παρουσιαστούν τα αποτελέσματα που έχει στην εταιρική χρηματοδοτική πολιτική και συγκεκριμένα στη μόχλευση ή γενικότερα του δανεισμού, η αντίστοιχη συμπεριφορά των μανάτζερ στην προσωπική τους ζωή. Επομένως, εκτός από τα σφάλματα που συχνά υποπίπτουν, υπάρχουν κι άλλοι λόγοι που δικαιολογούν τον τρόπο λειτουργίας μίας επιχείρησης.

Παρατηρείται πως η συμπεριφορά των μανάτζερ σε θέματα που αφορούν στην προσωπική τους ζωή, αντανakλάται άμεσα στη συμπεριφορά των επιχειρήσεων, καθώς σε αυτές αποτυπώνονται οι προσωπικές προτιμήσεις τους. Πιο συγκεκριμένα, η έρευνα

που έχουν εκπονήσει οι Cronqvist et al. (2011), μελετά τη συσχέτιση που υπάρχει ανάμεσα στον προσωπικό δανεισμό των μάνατζερ και στην εταιρική μόχλευση της επιχείρησης που διοικούν. Σχετικά με τον προσωπικό δανεισμό, μελετάται από τη σκοπιά της λήψης στεγαστικών δανείων, τα οποία αν και δεν αποτελούν μέτρηση του συνολικού προσωπικού δανεισμού, και δεν είναι η μοναδική πηγή δανεισμού για τα άτομα, είναι μία από τις σημαντικότερες αποφάσεις σχετικά με το χρέος και το δανεισμό των νοικοκυριών.

Η προτεινόμενη ανάλυση βασίζεται στην έννοια της «συμπεριφορικής σταθερότητας» (behavioral consistency) κατά την οποία, η συμπεριφορά του ατόμου για μία κατάσταση μπορεί να προβλεφθεί, έχοντας ως κριτήριο τη συμπεριφορά που είχε σε μία άλλη κατάσταση. Επομένως, το οικονομούν άτομο παρουσιάζεται σταθερό στις προτιμήσεις και στη γενικότερη συμπεριφορά του. Το γεγονός αυτό δικαιολογεί την άποψη που σχηματίζεται στην παρούσα έρευνα πως ο βαθμός μόχλευσης των μάνατζερ που παρατηρείται σε προσωπικό επίπεδο, έχει άμεση σχέση με τη μόχλευση της επιχείρησής τους. Για παράδειγμα, οι μάνατζερ που δεν κάνουν εκτεταμένη χρήση δανεισμού για προσωπικές ανάγκες, τείνουν να χρησιμοποιούν πιο συντηρητικές μεθόδους εταιρικής χρηματοδότησης και με μικρότερο κίνδυνο από το δανεισμό, και το αντίστροφο.

Στη σύγκριση αυτών των δύο μεταβλητών, υπάρχει και η ακριβώς αντίθετη αντίληψη από την προαναφερθείσα, η οποία σχετίζεται με τον αντισταθμιστικό παράγοντα (hedging). Σε αυτήν την περίπτωση, τα άτομα που προβαίνουν στην άντληση μεγάλων κεφαλαίων μέσω δανεισμού, προτιμούν λιγότερη εταιρική μόχλευση, ώστε να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο του προσωπικού τους χαρτοφυλακίου. Βέβαια, αυτή η θεωρία καταρρίπτεται μέσω της συγκεκριμένης έρευνας, η οποία ισχυρίζεται ότι αυτό μπορεί να συμβεί μόνο στην περίπτωση που τα άτομα σημειώνουν υψηλότερα επίπεδα προσωπικού δανεισμού.

Η ενδογενής αντιστοίχιση (endogenous matching) των μάνατζερ και των επιχειρήσεων είναι ένα από τα βασικά επιχειρήματα που τεκμηριώνει τη θετική σχέση που υπάρχει στις δύο μεταβλητές. Πιο αναλυτικά, υποστηρίζεται πως υπάρχουν διαφορετικοί τύποι μάνατζερ, οι οποίοι ταιριάζουν σε συγκεκριμένους τρόπους διοίκησης επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι μάνατζερ που χαρακτηρίζονται περισσότερο ανεκτικοί στο χρηματοοικονομικό κίνδυνο, ταιριάζουν περισσότερο στη

διοίκηση των επιχειρήσεων για τις οποίες θεωρείται βέλτιστο υψηλότερο επίπεδο μόχλευσης.

Συνήθως οι μάνατζερ επηρεάζουν εντονότερα την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης σύμφωνα με τις προσωπικές τους προτιμήσεις, όταν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζεται αρκετά αδύναμο. Ενώ αντίθετα, ένα ισχυρό σύστημα, έχει την ικανότητα να μετριάξει την επιρροή των μάνατζερ και να επιλέγει το βαθμό μόχλευσης και το συνδυασμό της κεφαλαιακής δομής που μεγιστοποιεί την ευημερία της επιχείρησης.

Τέλος, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η περίπτωση όπου οι μάνατζερ έχουν μηδενικό προσωπικό δανεισμό και τα αποτελέσματα που προκαλεί αυτή η εκδοχή στην εταιρική μόχλευση. Οι Cronqvist et al. (2011), για αυτήν την κατηγορία μάνατζερ εκτιμούν πως δεν διοικούν τελικά την επιχείρηση με μηδενική χρήση μόχλευσης. Παρατηρείται απλώς να δίνουν μικρότερη βαρύτητα σε αυτήν τη μέθοδο χρηματοδότησης, από τους μάνατζερ που χρησιμοποιούν τον προσωπικό δανεισμό, έστω και σε μικρό βαθμό.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το περιβάλλον της επιχείρησης αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνών, οι οποίες επικεντρώνονται κυρίως στην ανάλυση της Κλασικής Εταιρικής Διακυβέρνησης. Τα τελευταία χρόνια όμως, παρατηρήθηκαν αποκλίσεις στη συμπεριφορά των οικονομούντων ατόμων από αυτό το μοντέλο. Έτσι, παρατηρώντας αυτές τις αποκλίσεις δημιουργήθηκε μία νέα προσέγγιση στο πεδίο της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η συμπεριφορική προσέγγιση. Αντικείμενο της παρούσας εργασίας ήταν η μελέτη και η παράθεση των βασικών χαρακτηριστικών και αποτελεσμάτων της. Σκοπός της ήταν να εξεταστούν τα συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των μάνατζερ και να παρουσιαστούν οι συνέπειες αυτών στη λήψη εταιρικών αποφάσεων. Τα ευρήματα είναι εξαιρετικά χρήσιμα, καθώς διακρίνεται η άμεση σύνδεση που έχει η συμπεριφορική προσέγγιση με το πραγματικό περιβάλλον της επιχείρησης.

Πιο αναλυτικά, το σφάλμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης οδηγεί την επιχείρηση στη διαμόρφωση πιο επιθετικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς παρατηρείται εκτεταμένη χρήση εξωτερικού δανεισμού, υψηλοί δείκτες μόχλευσης και οικονομική δυσπραγία. Προτιμάται ο βραχυχρόνιος δανεισμός έναντι του μακροχρόνιου, ενώ η έκδοση μετοχών επιλέγεται ως έσχατη πηγή κεφαλαίων. Παράλληλα, οι μάνατζερ με υπερβολική αυτοπεποίθηση παρουσιάζονται πιο θετικοί στη δημιουργία συγχωνεύσεων και εξαγορών ως μέθοδο ανάπτυξης της επιχείρησής τους. Το σφάλμα της αισιοδοξίας στρέφει τους μάνατζερ σε εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, έχοντας ως δεύτερη προτιμητέα επιλογή τον εξωτερικό δανεισμό και ως τρίτη την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Παράλληλα, αυτό το σφάλμα επηρεάζει την πολιτική της εταιρείας σχετικά με την ποσότητα μετρητών που διακρατεί και τη χρήση τους. Επομένως, γίνεται αντιληπτό ότι διαμορφώνει και την πολιτική ρευστότητας που ακολουθεί η επιχείρηση. Η αποστροφή απώλειας ως σύνηθες συναισθηματικό σφάλμα των μάνατζερ οδηγεί στην αυτοχρηματοδότηση της επιχείρησης, στην προσπάθειά τους να μειώσουν τον υψηλό κίνδυνο και το ρίσκο που χαρακτηρίζουν τις άλλες δύο εναλλακτικές μεθόδους χρηματοδότησης.

Βασικό συμπέρασμα της εργασίας είναι πως συμπεριφορικά χαρακτηριστικά των μάνατζερ, καθώς επίσης ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες, συχνά οδηγούν τους μάνατζερ σε σφάλματα με άμεσο αντίκτυπο στις εταιρικές αποφάσεις που τελικά λαμβάνουν. Επομένως μέσω της ανάλυσης που πραγματοποιήθηκε, γίνεται

αντιληπτό πως τα συμπεριφορικά χαρακτηριστικά τους έχουν καταλυτικό ρόλο και ασκούν μεγάλη επιρροή στα μικροχρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης.

Παρά την πληθώρα βιβλιογραφίας που αξιοποιήθηκε για την εκπόνηση της παρούσας μελέτης, κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω διερεύνηση της Συμπεριφορικής Εταιρικής Διακυβέρνησης, με απώτερο στόχο τη βαθύτερη κατανόηση του πεδίου. Κατά αυτόν τον τρόπο, μελλοντικά θα αποφευχθούν συστηματικά λάθη που γίνονται στο πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων και οφείλονται στη συμπεριφορά της εκτελεστικής διοίκησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Ελληνόγλωσση Βιβλιογραφία

Νιάρχος, Ν. (2004). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, εκδ. Σταμούλης, Αθήνα

Παπαδέας, Π. & Συκιανάκης, Ν. (2014). Ανάλυση & Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, εκδ. Παπαδέα, Αθήνα

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

Azouzi, M. A., & Jarboui, A. (2012). CEO emotional bias and capital structure choice: Bayesian network method. *Business Excellence and Management*, 2, 47-70.

Baker, M., Ruback, R., & Wurgler J. (2007). Behavioral Corporate Finance. In B. Espen Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance* (pp.146-186), Volume 1. Elsevier B.V.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation & Private Property*. United States: Transaction Publishers.

Bilgehan, T. (2014). Psychological biases and the capital structure decisions: a literature review. *Theoretical and Applied Economics*, XXI, 123-142.

Bracha, A., & Brown, D. J. (2012). Affective decision making: A theory of optimism bias. *Games and Economic Behavior*, 75, 67–80.

Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59, 358–379.

Busenitz, L. W., & Barney, J. B. (1997). Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and Heuristics in strategic decision-making. *Journal of Business Venturing*, 12, 9-30.

Cronqvist, H., Makhija, A., & Yonker, S. E. (2011). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103, 20–40.

Deakin, E. B. (1976). Distributions of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence. *The Accounting Review*, 51, 90-96.

- Fromlet, H. (2001). Behavioral Finance – Theory and Practical Application: Systematic analysis of departures from the Homo Oeconomicus paradigm are essential for realistic financial research and analysis. *Business Economics*, 36, 63-69.
- Gibson H. Charles. (2008). *Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information*, Eleventh Edition, South-WesternCollege
- Gottwald, R. (2012). The Use of the P/E Ratio to Stock Valuation. *Grant journal*, 1, 21-24.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109, 103–121.
- Gudmundsson, S. V., & Lechner, C. (2013). Cognitive biases, organization, and entrepreneurial firm survival, *European Management Journal*, 31, 278- 294.
- Huang, R., Keng Tan, K. J., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93–110.
- Huang- Meier, W., Lambertides, N., & Steeley, J. M. (2015). Motives for corporate cash holdings: the CEO optimism effect. Springer, Science+Business Media.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jureviciene, D., Bikas, E., Keliuotyte-Staniulienė, G., Novickyte, L., & Dubinskas, P. (2014). Assessment of Corporate Behavioural Finance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 140, 432-439.
- Lev, B. (1969). Industry Averages as Targets for Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*, 7, 290-299.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 59-82.
- Marnet, O. (2007). History repeats itself: The failure of rational choice models in corporate governance. *Critical Perspectives on Accounting*, 18, 191-210.
- Mohamed, E. B., Souissi, M. N., Baccar, A., & Bouri, A. (2014). CEO's personal characteristics, ownership and investment cash flow sensitivity: Evidence from NYSE

panel data firms. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19, 98-103.

OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en/> (accessed 12 July 2019).

Pepper, A., & Gore, J. (2012). Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, 1-24.

Ramcharran, H. (2002). An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3, 165-178.

Ritter, J. R. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 429-437.

Šarlija, N., & Harc, M. (2012). The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms. *Business Systems Research*, 3, 30-36.

Shefrin, H. (2001). Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14:3, 112-125.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance*. New York: Oxford University Press

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, LII, 737-783.

Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. Scotland, Great Britain: W. Strahan and T. Cadell, London

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*, 185, 1124-1131.

Wiklund, J., Baker, T., & Shepherd, D. (2008). The age-effect of financial indicators as buffers against the liability of newness. *Journal of Business Venturing*, 25, 423–437.

