



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Διοίκηση Επιχειρήσεων (MBA)

Διπλωματική εργασία στη Συμπεριφορική

Χρηματοοικονομική

Ονοματεπώνυμο: Μουδάκη Γεωργία

Υπεύθυνος καθηγητής: Νικόλαος Φίλιππας

Πειραιάς

2012

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος.....	5
Εισαγωγή.....	6
Κεφάλαιο 1. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Εισαγωγικά στοιχεία.....	8
Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ως κλάδος Χρηματοοικονομικής.....	9
Τι είναι Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	13
Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Η μεγάλη εικόνα.....	15
Μικροοικονομική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έναντι Μακροοικονομική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	15
Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική έναντι Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	16
Ορισμοί Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	18
Κεφάλαιο 2. Επένδυση και κερδοσκοπία.....	24
Κεφάλαιο 3. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς.....	26
Η Αποτελεσματική Αγορά – Εισαγωγή.....	26
Ευριστικοί κανόνες.....	26
Θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς.....	28
Μορφές της Αποτελεσματικής Αγοράς.....	29
Υποθέσεις Θεωρίας Αποτελεσματικής Αγοράς.....	34
Ο Ορθολογικός – Οικονομικός Άνθρωπος.....	35
Κεφάλαιο 4. Η έννοια του θορύβου: Διανοητικά και συναισθηματικά σφάλματα.....	37
Ψυχολογία και Οικονομία.....	38
Επενδυτικά σφάλματα και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	40

Γνωστικά σφάλματα.....	41
Συναισθηματικά σφάλματα.....	48
Κοινωνική αλληλεπίδραση και Επένδυση.....	58
Κεφάλαιο 5. Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	59
Εισαγωγή.....	59
Ορισμοί.....	60
Δομή των κατηγοριών, ειδήσεων, πληροφοριών και φημών.....	64
Κατηγορίες φημών.....	66
Τα βασικά στοιχεία των φημών.....	67
Φήμες και Κουτσομπολιό.....	69
Ιδιότητες φήμης, πληροφορίας και κουτσομπολιού.....	69
Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	70
Η Σχέση μεταξύ Φήμης και Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	70
Φήμες και Ορθολογική Συμπεριφορά.....	71
Κριτική των μοντέλων για φήμες.....	72
Εθνογραφικές μελέτες.....	77
Κεφάλαιο 6. Φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές.....	79
Εισαγωγή.....	79
Οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές ως γόνιμο έδαφος για τις φήμες.....	81
Ο πολλαπλασιασμός των χρηματοοικονομικών φημών.....	82
Πώς οι φήμες ξεκίνησαν και γιατί εξαπλώθηκαν.....	85
Παραλλαγές σε ένα θέμα: Μια τυπολογία των χρηματοοικονομικών φημών.....	90
Φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές και «insider trading».....	93
Φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές και χειραγώγηση τιμής.....	95
Συνέπειες των Χρηματοοικονομικών φημών.....	97
Στρατηγικές ελέγχου φημών.....	100
Μια οικονομική προσέγγιση πειραμάτων φήμης και η διάρθρωση τους.....	103
Μοντέλο του Kyle (1985).....	105

Κεφάλαιο 7.	Εμπειρική ανάλυση της ψυχολογίας των επενδυτών στο ελληνικό χρηματιστήριο – πώς οι φήμες επηρέασαν τον όγκο συναλλαγών.....	107
	Πορεία Γενικού Δείκτη.....	108
	Intracom.....	110
	Alpha Bank.....	112
	Τράπεζα Κύπρου.....	113
	Η χρηματιστηριακή αγορά τώρα.....	115
Κεφάλαιο 8.	Συμπεράσματα, επίλογος.....	116
	Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία.....	122

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας τομέας μελέτης που αναζητά να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών στη λήψη αποφάσεων των επενδυτών. Η αποτίμηση των πληροφοριών, και πώς οι νέες πληροφορίες θα πρέπει να επηρεάζουν την κατανομή των περιορισμένων πόρων, είναι μία από τις βασικές αρχές της οικονομικής θεωρίας. Στις αγορές όμως, επικρατεί ο λεγόμενος «θόρυβος», ο οποίος δημιουργεί τη ψευδαίσθηση στον επενδυτή ότι οι πληροφορίες που διακατέχει είναι σωστές, χωρίς να στηρίζονται σε θεμελιώδη στοιχεία. Ένα είδος θορύβου είναι και οι φήμες, οι οποίες αποτελούν μια ειδική μορφή ενημέρωσης και θα αναλυθούν εκτενέστερα στην παρούσα εργασία. Οι φήμες επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες με αποτέλεσμα να οδηγεί τον επενδυτή σε μη ορθολογικές αποφάσεις. Το επίκεντρο λοιπόν της συγκεκριμένης μελέτης είναι η ανάπτυξη των φημών, η ταχύτητα της μετάδοσης τους και η ανάλυση των παραγόντων για τους οποίους γίνονται πιστευτές οι φήμες.

Όσον αφορά τη μεθοδολογία προσέγγισης, αρχικά θα γίνει μια εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και αναφορά στα διάφορα είδη θορύβου που μπορούν να επιδράσουν στη ψυχολογία των επενδυτών. Αναλυτικότερα, θα επιχειρηθεί να μελετηθεί η επίδραση της φήμης στις χρηματοοικονομικές αγορές, πώς αυτή αναπτύσσεται και εξαπλώνεται στην αγορά και πώς τελικά την επηρεάζει.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σύμφωνα με τον Craig Lambert (2006):

«Ο Homo Economicus λαμβάνει λογικές και εγωκεντρικές αποφάσεις που σταθμίζουν τα κόστη έναντι των ωφελειών για τη μεγιστοποίηση του κέρδους του. Είναι έξυπνος, αναλυτικός, εγωιστής, έχει πλήρη επίγνωση του απώτερου στόχου του και των μελλοντικών επιδιώξεών του χωρίς να επηρεάζεται από οποιοδήποτε συναίσθημα. Επίσης, έχει μια υπέροχη τάση να κατασκευάζει εύκολα ακαδημαϊκές θεωρίες. Ωστόσο έχει ένα μοιραίο μειονέκτημα: Δεν υπάρχει.»

Για πολλά χρόνια, η χρηματοοικονομική επιστήμη βασίστηκε στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και οι ορθολογικές αποφάσεις αντανakλούν τις ορθολογικά διαμορφωμένες προσδοκίες των επενδυτών. Ωστόσο, στην καθημερινή επενδυτική πρακτική παρατηρούνται φαινόμενα που δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την κρατούσα θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή με βάση την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και τα κλασσικά υποδείγματα αποτίμησης. Εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι οι επενδυτές δεν είναι πάντα ορθολογικοί και ότι οι επενδυτικές επιλογές καθοδηγούνται από την ψυχολογία των ανθρώπων. Εξαιτίας της αδυναμίας της παραδοσιακής θεωρίας να εξηγήσει τις επενδυτικές επιλογές συμπεριλαμβάνοντας και τη ψυχολογία των ανθρώπων, δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, που προσπαθεί να καλύψει αυτό το κενό. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προτείνει εναλλακτικές εξηγήσεις των φαινομένων αυτών (ανωμαλίες της αγοράς) με βάση τη ψυχολογία του επενδυτή.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας, με απώτερο στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων. Είναι ένας τομέας μελέτης που αναζητά να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών στη λήψη αποφάσεων των επενδυτών. Στις αγορές όμως, επικρατεί ο λεγόμενος «θόρυβος», ο οποίος δημιουργεί τη ψευδαίσθηση στον επενδυτή ότι οι πληροφορίες που διακατέχει είναι σωστές, χωρίς να στηρίζονται όμως σε θεμελιώδη στοιχεία. Προσφέρει λοιπόν, την ευκαιρία να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς και αντίδρασης, μελετώντας τον τρόπο που κάνουν καθημερινά οι άνθρωποι τις επιλογές τους, έχοντας σα βάση επιτόπια και εργαστηριακά πειράματα

για τη διερεύνηση των πραγματικών αιτιών που συμβάλλουν στη συμπεριφορά των επενδυτών.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να εξετάσει τις βασικές αρχές και παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και να αναλύσει τα διάφορα είδη θορύβου που μπορούν να επιδράσουν στη ψυχολογία των επενδυτών. Αναλυτικότερα, θα επιχειρηθεί να μελετηθεί η επίδραση της φήμης στις χρηματοοικονομικές αγορές, πώς αυτή αναπτύσσεται και εξαπλώνεται στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Στο βιβλίο του «The Significance and basic postulates of economic theory» ο Terence Wilmot Hutchison το 1938 έθεσε το θέμα της μελέτης της οικονομικής συμπεριφοράς των ατόμων μέσα από το πρίσμα της ψυχολογίας:

«Αν οι οικονομολόγοι θέλουν οι προτάσεις τους να προαχθούν σε επιστήμη και αν δε θέλουν να είναι ευάλωτοι σε αμφισβητήσεις, πρέπει να επαναδιατυπώσουν τις θεωρίες τους ώστε να λένε κάτι σχετικό με το “πώς οι άνθρωποι συμπεριφέρονται στην πραγματικότητα”»

Ο Hutchison δεν ήταν ο μόνος που έθιξε αυτό το σημαντικό θέμα, θεμελιώνοντας τα δομικά ζητήματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Πολύ πριν τον Hutchison, ο Adam Smith στο σύγγραμμά του «The Theory of Moral Sentiments» το 1759 έθεσε το ζήτημα της σχέσης μεταξύ ψυχολογίας και οικονομικής επιστήμης. Το 1841, ο Charles McCay στο βιβλίο του «Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowd» περιέγραψε τις αυταπάτες που σχετίζονταν με τη φούσκα της τουλίπας το 1630. Το 1912 ο George Selden υποστήριξε στο βιβλίο του «Psychology of the Stock Market», ότι οι κινήσεις των τιμών των μετοχών βασίζονται κατά πολύ στην ψυχική διάθεση των επενδυτών. Ο Irving Fisher το 1930, στο «Θεωρία του Τόκου» αναφέρεται στον όρο «ψευδαίσθηση χρήματος» η οποία αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι εξετάζουν τις επιπτώσεις του πληθωρισμού. Ο Keynes στο «Γενική Θεωρία της Απασχόλησης του Τόκου και το χρήματος» το 1936 αναφέρεται στα συναισθήματα και τη διάθεση των επενδυτών καθώς στον τρόπο με τον οποίο τα συναισθήματα επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές. Ο Markowitz το 1952 υποστήριξε μέσω της «θεωρίας των προσδοκιών» ότι οι επενδυτές ενδιαφέρονται περισσότερο για τα ενδεχόμενα κέρδη ή ζημιές, περισσότερο από το απόλυτο μέγεθος του κεφαλαίου που κερδίζουν ή χάνουν. Καθοριστική υπήρξε η συμβολή των Tversky και Kahneman (1974) που διατύπωσαν ευριστικούς κανόνες δανεισμένους από την επιστήμη της ψυχολογίας και αναφέρονται σε μεθόδους λήψης αποφάσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας. Άσκησαν κριτική στη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας και πρότειναν μια εναλλακτική θεωρία, αυτή της προοπτικής. Καθοριστικό για την ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής θεωρείται το άρθρο των DeBondt και Thaler «Does the Stock Market Overreact?» (1985). Στη συγκεκριμένη έρευνα ανακάλυψαν ότι οι επενδυτές συστηματικά

αντιδρούν υπερβολικά σε απρόσμενα νέα, κλονίζοντας την πληροφοριακή αποτελεσματικότητα της αγοράς (στην ασθενή της μορφή). Στις αρχές τις δεκαετίας του '90 η ακαδημαϊκή έρευνα ξεκίνησε να απομακρύνεται από τις κλασσικές οικονομετρικές αναλύσεις σειρών και να προσανατολίζεται στην ανάπτυξη μοντέλων της συμπεριφοράς των επενδυτών στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι ερευνητές είχαν επισημάνει αρκετές ανωμαλίες οι οποίες συνοψίσθηκαν το 1996 στο βιβλίο «The econometrics of Financial Markets» των Campbell, Lo και MacKinlay. Από εκείνο το σημείο και μετά σημειώνεται μια «έκρηξη» βιβλίων και μελετών από επιστήμονες-θεμελιωτές της μελέτης της ψυχολογίας των επενδυτών.

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ως κλάδος Χρηματοοικονομικής

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων πενήντα ετών, η πρότυπη χρηματοοικονομική έχει αποτελέσει η κυρίαρχη θεωρία στο πλαίσιο της ακαδημαϊκής κοινότητας. Ωστόσο, μελετητές και επαγγελματίες των επενδύσεων έχουν αρχίσει να διερευνούν μια εναλλακτική θεωρία της χρηματοοικονομικής, γνωστή και ως «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική». Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική κάνει μια προσπάθεια να εξηγήσει και να βελτιώσει την επίγνωση του ατόμου όσον αφορά τους συναισθηματικούς παράγοντες και τις ψυχολογικές διεργασίες των ατόμων και οντοτήτων που επενδύουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Παραδοσιακά, οι οικονομολόγοι παραδέχονταν σε όλες τις υποθέσεις τους ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων, γεγονός που έχει οδηγήσει στην ανάπτυξη της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Σύμφωνα με αυτή, οι ορθολογικοί επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους βασιζόμενοι σε θεμελιώδη στοιχεία για την κάθε εταιρία και εκμεταλλεύονται κάθε δεδομένη πληροφόρηση σχετικά με αυτήν. Οι αυξανόμενες, όμως, εμπειρικές μελέτες που εμφανίζονταν αναφορικά με την απόδειξη της ύπαρξης ανωμαλιών στην αγορά, έθεσαν σε αμφισβήτηση την υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς, η οποία αποτελούσε θεμέλιο λίθο της νεοκλασικής θεωρίας. Πολλές από αυτές τις εμπειρικές μελέτες εντόπισαν ανωμαλίες στην αγορά που απορρίπτουν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, όπως οι ημερολογιακές ανωμαλίες (Το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου, (French 1980, Gibbon και Hess 1981, Lakonishok και Levi 1982), Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου, (Roseff και Kinney 1976, Gultekin και Gultekin 1987, Ziemba 1991), Το Φαινόμενο της Αλλαγής του Μήνα, (Ziemba 1991), Το Φαινόμενο των Διακοπών, (Ariel 1990)), οι χρηματιστηριακές φούσκες (Flood και Hodrick 1990, Diba και Grossman 1988, Camerer 1989, Caginal, Porter, Smith 2001), οι χρηματιστηριακές

κρίσεις (Kindleberger 1978), οι χρηματιστηριακές μόδες (Camerer 1989, Poterba and Summers 1988, Bikhchandani et al 1998), το φαινόμενο του μεγέθους (Banz 1981 και Reinganum 1983), κ.ά. Ο λόγος που ονομάστηκαν «ανωμαλίες της αγοράς» (market anomalies) είναι ότι καταλύουν τις αρχές και τους κανόνες που διέπουν την EMH (Efficient Market Hypothesis), αφού οι αποδόσεις των μετοχών είναι εξαρτημένες τυχαίες μεταβλητές και δεν μπορούν να προβλεφθούν από διάφορους επενδυτές και αναλυτές για τη χάραξη επωφελών επενδυτικών στρατηγικών (Shleifer, 2000). Έτσι, επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της μη ορθολογικότητας και προέκυψε η ανάγκη για μια οικονομική προσέγγιση που να λαμβάνει υπόψη τις ανθρώπινες αδυναμίες και τα συναισθήματα. Η σύγχρονη οικονομική θεώρηση, εκτός από τις κλασικές βάσεις των μαθηματικών, της στατιστικής, της κοινωνιολογίας και της ιστορίας, στηρίζεται και στην εξελικτική βιολογία, τη νευρωνική επιστήμη και την ψυχολογία. Συνεπώς, εξαιτίας της αδυναμίας της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να εξηγήσει διάφορα φαινόμενα, καθότι τα παραδοσιακά υποδείγματα της χρηματοοικονομικής θεωρίας δεν είναι πλήρη και δε λαμβάνουν υπόψη τους σημαντικούς παράγοντες, δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος της χρηματοοικονομικής, η «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική».

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, λοιπόν, ένα νέο πεδίο γνωστό ως συμπεριφορική χρηματοοικονομική, άρχισε να εμφανίζεται σε πολλά επιστημονικά περιοδικά, δημοσιεύσεις επιχειρήσεων, ακόμη και σε τοπικές εφημερίδες. Τα θεμέλια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, ωστόσο, μπορούν να αναχθούν πάνω από 150 χρόνια πριν. Αρκετά πρωτότυπα βιβλία γραμμένα το 1800 και στις αρχές του 1900 σηματοδότησαν την έναρξη της. Το 1841 δημοσιεύθηκε το «*MacKay's Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowd*» που παρουσιάζει ένα χρονοδιάγραμμα των διαφόρων σχεδίων σε όλη την ιστορία και δείχνει πώς η συμπεριφορά της ομάδας εφαρμόζεται και για τις χρηματοοικονομικές αγορές του σήμερα. Το σημαντικό έργο του Bon, «*The Crowd: A Study Of The Popular Mind*», συζητά το ρόλο του «πλήθους» και της συμπεριφορά της ομάδας, όπως εφαρμόζονται στους τομείς της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, κοινωνικής ψυχολογίας, κοινωνιολογίας, και ιστορίας. Το βιβλίο του Selden, «Ψυχολογία της χρηματιστηριακής αγοράς» (1912) ήταν από τα πρώτα που απεύθυναν τον τομέα της ψυχολογίας απευθείας στο χρηματιστήριο της αγοράς, και ασχολείται με τις συναισθηματικές και ψυχολογικές δυνάμεις στην εργασία για τους επενδυτές και τους εμπόρους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σήμερα, υπάρχει άφθονη προσφορά της λογοτεχνίας, συμπεριλαμβανομένων των φράσεων «ψυχολογία της επένδυσης» και «ψυχολογία των Οικονομικών». Έτσι είναι προφανές ότι η αναζήτηση συνεχίζεται για να βρει την κατάλληλη ισορροπία της παραδοσιακής οικονομίας, συμπεριφορικής

χρηματοοικονομικής, συμπεριφορικών οικονομικών, ψυχολογίας, και κοινωνιολογίας. Η μοναδικότητα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι η ενσωμάτωσή και θεμελίωση πολλών διαφορετικών σχολών σκέψης και πεδίων.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί σήμερα έναν ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο, συνδυάζοντας τη χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της συμπεριφοράς, με σκοπό να εξετάσει και να εξηγήσει γιατί οι επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους. Έτσι, χρησιμοποιεί κοινωνικούς, γνωστικούς και συναισθηματικούς παράγοντες για να κατανοήσει τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων. Υποστηρίζει ότι μερικά φαινόμενα μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας τα πρότυπα στα οποία μερικοί επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί, είτε διότι έχουν λανθασμένες πεποιθήσεις, πεποιθήσεις δηλαδή που αποκλίνουν από τον κανόνα του Bayes (αυτός ο κανόνας αναφέρει ότι οι προγενέστερες πιθανότητες και οι νέες πληροφορίες οδηγούν στις μεταγενέστερες πιθανότητες), είτε διότι παίρνουν ανεπαρκείς αποφάσεις που βρίσκονται σε αναντιστοιχία με την αναμενόμενη χρησιμότητα. Το κεντρικό θέμα είναι να εξηγηθεί γιατί οι συμμετέχοντες στην αγορά προβαίνουν σε συστηματικά λάθη. Τέτοια λάθη επηρεάζουν τις τιμές και τις αποδόσεις και δημιουργούν αναποτελεσματικότητες στην αγορά.

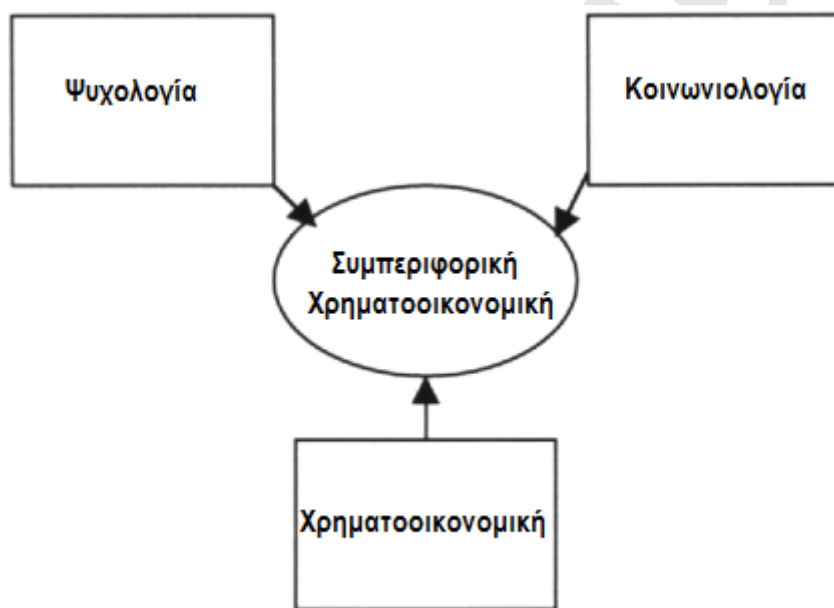
Στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική υπάρχουν δύο βασικοί πυλώνες πάνω στους οποίους βασίζεται η ανάπτυξη όλων των θεμάτων. Πρώτον, οι άνθρωποι παίρνουν συχνά αποφάσεις και λύνουν προβλήματα βασιζόμενοι σε ευριστικούς κανόνες (heuristic rules) και με μεροληψία (bias). Δεύτερον, η παρουσίαση / διατύπωση / πλαισίωση του προβλήματος επηρεάζει την απόφαση.

Επίσης τα άτομα ακολουθούν επιπλέον μια σειρά από μεροληπτικές συμπεριφορές στον τρόπο που παίρνουν αποφάσεις. Για παράδειγμα, τα άτομα έχουν την τάση: να κάνουν και να πιστεύουν ό,τι και τα υπόλοιπα άτομα κάνουν και πιστεύουν, να θυμούνται τα άτομα τις επιλογές τους ως καλύτερες από ότι ήταν στην πραγματικότητα, να αξιολογούν την πληροφορία με τρόπο που να επιβεβαιώνει προγενέστερες προσδοκίες τους, να ζητάνε περισσότερα για να δώσουν κάτι από όσα θα πλήρωναν για να το αγοράσουν, να δίνουν μεγάλο βάρος σε μία μόνο πτυχή ενός γεγονότος, να πιστεύουν ότι ελέγχουν καταστάσεις τις οποίες στην πραγματικότητα δεν ελέγχουν, να αγνοούν τις πιθανότητες όταν παίρνουν αποφάσεις και να υποεκτιμούν τον χρόνο περαίωσης μιας εργασίας.

Η συμπεριφορική αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με απώτερο στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων. Προσπαθεί να εξηγήσει πώς και γιατί τα συναισθήματα και τα

γνωστικά λάθη επηρεάζουν τους επενδυτές και δημιουργούν ανωμαλίες στις αγορές όπως οι χρηματιστηριακές φούσκες και κρίσεις. Άλλωστε σύμφωνα με τον Warren Buffett, «Η διαδικασία της επένδυσης δεν είναι ένα παιχνίδι όπου αυτός που έχει 160 IQ νικάει αυτόν με 130 IQ. Από τη στιγμή που έχεις στοιχειώδη εξυπνάδα αυτό που χρειάζεσαι είναι να διαχειριστείς τις ορμές που βάζουν τους υπόλοιπους επενδυτές σε μπελάδες όταν επενδύουν».

Η συμπεριφορική μπορεί να παρουσιαστεί ως ο τομέας που συνδέει την επιστήμη των χρηματοοικονομικών με την επιστήμη της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας, όπως απεικονίζεται στο σχεδιάγραμμα που ακολουθεί.



Διάγραμμα: Οι κλάδοι που απαρτίζουν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική

Πηγή: Ricciardi V., Simon H., "What is Behavioral Finance?", 2000, *Business Education & Technology Journal*

Το παραπάνω διάγραμμα απεικονίζει τις σημαντικές διεπιστημονικές σχέσεις που ενσωματώνονται στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Μελετώντας έννοιες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, παρατηρείται ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική αποτελεί ακόμη το κεντρικό κομμάτι. Ωστόσο, οι συμπεριφορικές πτυχές της ψυχολογίας και κοινωνιολογίας είναι αναπόσπαστοι καταλύτες σ' αυτόν τον τομέα μελέτης. Ως εκ τούτου, το άτομο που μελετά τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, οφείλει να έχει βασική κατανόηση των εννοιών της ψυχολογίας, κοινωνιολογίας και χρηματοοικονομικής ώστε να εξοικειωθεί με τις συνολικές πτυχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Τι είναι Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική επιχειρεί να εξηγήσει και να κατανοήσει τα σχέδια των επενδυτών, συμπεριλαμβανομένων και τις συναισθηματικές διαδικασίες και το βαθμό στον οποίο επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ουσιαστικά, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει το τι, γιατί, και πώς χρηματοδοτείς και επενδύεις, από μια ανθρώπινη προοπτική. Υπήρξε σημαντική διαμάχη για τον πραγματικό ορισμό και την εγκυρότητα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής από τη στιγμή που το ίδιο το πεδίο ακόμα αναπτύσσεται και βελτιώνεται από μόνο του. Αυτή η εξελικτική διαδικασία εξακολουθεί να εμφανίζεται, επειδή πολλοί μελετητές έχουν τόσο ποικιλία και ευρύ φάσμα ακαδημαϊκών και επαγγελματικών ειδικοτήτων. Τέλος, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική μελετά τους ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομική διαδικασία λήψης αποφάσεων των ατόμων, ομάδων και οντοτήτων, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομική διαδικασία λήψης αποφάσεων		
Άτομο	Ομάδα	Οργανισμός
Μικρός επενδυτής	Χαρτοφυλάκιο επενδυτών (αμοιβαία κεφάλαια)	Χρηματοπιστωτικό ίδρυμα
Διαχειριστής χαρτοφυλακίου	Μία ομάδα μετόχων	Μη κερδοσκοπική οντότητα (Πανεπιστήμιο)
Μέλος διοικητικού συμβουλίου		

Σύμφωνα με τον καθηγητή Meir Statman (1999), «οι άνθρωποι στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική είναι ορθολογικοί, ενώ στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι κανονικοί». (*People in standard finance are rational; People in behavioral finance are normal*).

Στον πυρήνα της, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική επιχειρεί να κατανοήσει και να εξηγήσει τον πραγματικό επενδυτή και τις συμπεριφορές της αγοράς έναντι θεωριών της συμπεριφοράς των επενδυτών. Αυτή η ιδέα διαφέρει από την παραδοσιακή (ή τυπική) χρηματοοικονομική, η οποία βασίζεται σε παραδοχές του πώς οι επενδυτές και οι αγορές πρέπει να συμπεριφέρονται. Πλούσιοι μάνατζερ από όλο τον κόσμο που θέλουν την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών τους έχουν αρχίσει να συνειδητοποιούν ότι δεν μπορούν να στηρίζονται αποκλειστικά σε θεωρίες ή μαθηματικά μοντέλα για να εξηγήσουν τον μεμονωμένο επενδυτή και τη συμπεριφορά της αγοράς. Όπως αναφέραμε παραπάνω, σύμφωνα με τον Meir Statman, οι άνθρωποι στην τυπική χρηματοοικονομική διαμορφώνονται ως «ορθολογικοί», ενώ στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως «κανονικοί». Αυτό μπορεί να ερμηνευθεί ως ότι οι «κανονικοί» άνθρωποι μπορούν να συμπεριφέρονται παράλογα, αλλά στην πραγματικότητα σχεδόν κανένας δε συμπεριφέρεται απολύτως λογικά.

Ουσιαστικά, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι για την κατανόηση του πώς οι άνθρωποι προβαίνουν σε χρηματοοικονομικές αποφάσεις, τόσο μεμονωμένα όσο και συλλογικά. Με την κατανόηση του πώς οι επενδυτές και οι αγορές συμπεριφέρονται, μπορεί να είναι δυνατή η τροποποίηση ή η προσαρμογή σε αυτές τις συμπεριφορές με στόχο τη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων. Σε πολλές περιπτώσεις, η γνώση και η ολοκλήρωση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερα αποτελέσματα από ό, τι αναμένονται και για τους δύο, συμβούλους και πελάτες τους. Αλλά οι σύμβουλοι δεν μπορούν να δουν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως πανάκεια ή «απάντηση» στα προβλήματα με τους πελάτες. Δουλεύοντας με τους πελάτες είναι τόσο μια τέχνη όπως είναι μια επιστήμη. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να προσθέσει πολλά βέλη στη φαρέτρα της τέχνης.

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Η μεγάλη εικόνα

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, που συνήθως ορίζεται ως η εφαρμογή της ψυχολογίας στην χρηματοοικονομική, έχει γίνει ένα πολύ μεγάλο θέμα, δημιουργώντας αξιοπιστία με τη ρήξη της φούσκας του Μαρτίου 2000, και έχει βγει στο προσκήνιο τόσο των επενδυτών όσο και των συμβούλων με την οικονομική κατάρρευση της αγοράς την περίοδο 2008-2009. Ενώ ο όρος συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει επιστραφεί περίπου σε βιβλία, άρθρα περιοδικών, έγγραφα επενδυτών, πολλοί άνθρωποι έχουν μια έλλειψη κατανόησης των εννοιών της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Πρόσθετη σύγχυση μπορεί να προκύψει από μια πληθώρα θεμάτων που μοιάζουν με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, τουλάχιστον στο όνομα, όπως: επιστήμη της συμπεριφοράς, ψυχολογία των επενδυτών, γνωστική ψυχολογία, συμπεριφορικά οικονομικά, πειραματικά οικονομικά, και γνωστική επιστήμη.

Μικροοικονομική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έναντι Μακροοικονομική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ερμηνεύει φαινόμενα που κυμαίνονται από την ατομική συμπεριφορά των επενδυτών σε αποτελέσματα επιπέδου αγοράς. Ως εκ τούτου, είναι ένα δύσκολο θέμα για να καθοριστεί, γι' αυτό το λόγο γίνεται ο παρακάτω διαχωρισμός.

Η μικροοικονομική συμπεριφορική χρηματοοικονομική εξετάζει τις συμπεριφορές ή τις προκαταλήψεις των ατομικών επενδυτών που τους διακρίνουν από τους ορθολογικούς παράγοντες που οραματίζονται στην κλασική οικονομική θεωρία. Η μακροοικονομική συμπεριφορική χρηματοοικονομική ανιχνεύει και περιγράφει ανωμαλίες στις υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς που τα πρότυπα συμπεριφοράς μπορούν να εξηγήσουν.

Καθεμία από τα δύο υποκατηγορίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αντιστοιχεί σε ένα ξεχωριστό σύνολο θεμάτων στο πλαίσιο της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής έναντι συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Όσον αφορά τη μακροοικονομική συμπεριφορική χρηματοοικονομική, ερωτώνται αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές ή αν υπόκεινται σε διαταραχές της συμπεριφοράς. Όσον αφορά τη μικροοικονομική συμπεριφορική χρηματοοικονομική, υπάρχουν ερωτήσεις του τύπου

αν οι μεμονωμένοι επενδυτές είναι απολύτως λογικοί, ή αν τα γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα μπορούν να επηρεάσουν τις οικονομικές αποφάσεις τους.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχει ένα ολόκληρο σώμα διαθέσιμων πληροφοριών σχετικά με το τι ο δημοφιλής τύπος έχει ονομάσει ψυχολογία του χρήματος. Αυτό το θέμα αφορά τη σχέση των ατόμων με τα χρήματα, πώς να τα ξοδέψει, πώς αισθάνονται γι' αυτά, και πώς τα χρησιμοποιούν.

Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική έναντι Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Μέρος της παραδοσιακής θεωρίας, αποτελεί η λεγόμενη “Θεωρία Ορθολογικών Προσδοκιών” η οποία βασίζεται σε τέσσερις βασικές υποθέσεις σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις:

1. Ακύρωση (Cancellation): Μια επιλογή είναι ανεξάρτητη από μη σχετικές εναλλακτικές. Δηλαδή, αν ένα άτομο προτιμά το Α σε σχέση με το Β, αυτή η επιλογή δε θα αλλάξει αν για παράδειγμα, βρέξει αύριο.
2. Μεταβατικότητα (Transitivity): Αν μια επιλογή Α είναι προτιμότερη από μια επιλογή Β, και η Β είναι προτιμότερη της επιλογής Γ, τότε η επιλογή Α είναι προτιμότερη από την επιλογή Γ.
3. Κυριαρχία (Dominance): Ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες επιλογές προτιμότερη είναι αυτή που προσδίδει τη μεγαλύτερη ωφέλεια.
4. Σταθερότητα (Invariance): Η προτιμήσεις των ατόμων είναι σταθερές ανεξάρτητα από τον τρόπο που παρουσιάζεται ή περιγράφεται μια επιλογή.

Η αλήθεια είναι ότι στον πραγματικό κόσμο, οι άνθρωποι παραβιάζουν συχνά μία οι περισσότερες από τις παραπάνω υποθέσεις. Ή και όλες. Σύμφωνα με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αυτές οι μη ορθολογικές συμπεριφορές στην πραγματικότητα ακολουθούν μια συνέπεια και έχουν τη δική τους λογική και κανόνες.

Αναλυτικότερα, η ενότητα αυτή εξετάζει δύο βασικές έννοιες στην παραδοσιακή χρηματοοικονομική που έρχονται σε αντίθεση με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική: ορθολογικές αγορές και ο ορθολογικός οικονομικός άνθρωπος. Επίσης, καλύπτει τη βάση επί της οποίας οι υποστηρικτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής προκαλούν κάθε αξίωμα και συζητά κάποια στοιχεία που έχουν προκύψει υπέρ της συμπεριφορικής προσέγγισης.

Τη Δευτέρα 18 Οκτώβρη 2004, ένα σημαντικό αλλά συνήθως απαρατήρητο άρθρο εμφανίστηκε στην εφημερίδα Wall Street Journal. Ο Eugene Fama, ένας από τους πυλώνες του σχολείου αποτελεσματικής αγοράς της χρηματοπιστωτικής

σκέψης, παραδέχτηκε ότι οι τιμές των μετοχών θα μπορούσαν να γίνουν «κάπως παράλογες». Το άρθρο Journal επισημάνει επίσης παρατηρήσεις από τον Roger Ibbotson, ιδρυτή των Ibboston Associates: «Υπάρχει μια αλλαγή που λαμβάνει χώρα». «Οι άνθρωποι αναγνωρίζουν ότι οι αγορές είναι λιγότερο αποτελεσματικές ό, τι νομίζαμε».

Όπως ο Meir Statman εύγλωττα έθεσε, «Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική είναι το σώμα της γνώσης χτισμένη στους πυλώνες των αρχών αρμπιτράζ των Miller και Modigliani, των αρχών χαρτοφυλακίου του Markowitz, της κεφαλαιακής θεωρίας τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων των Sharpe, Lintner, και Black, και της θεωρίας τιμολόγησης δικαιωμάτων των Black, Scholes, και Merton. Η πρότυπη χρηματοοικονομική έχει σχεδιαστεί για να παρέχει μαθηματικά κομψές εξηγήσεις για οικονομικά ζητήματα που, όταν τίθενται στην πραγματική ζωή, είναι συχνά περίπλοκες από ανακρίβειες, άκομψες συνθήκες. Η τυπική προσέγγιση χρηματοοικονομικής βασίζεται σε μια σειρά υποθέσεων που υπεραπλουστεύουν την πραγματικότητα. Για παράδειγμα, στο πλαίσιο πρότυπου χρηματοοικονομικής εντάσσεται η έννοια Homo economicus, ή ορθολογικός οικονομικός άνθρωπος. Το σύστημα αυτό υποδεικνύει ότι οι άνθρωποι λαμβάνουν απολύτως ορθολογικές οικονομικές αποφάσεις ανά πάσα στιγμή. Η βασική χρηματοοικονομική, ουσιαστικά, είναι χτισμένη σε κανόνες σχετικά με το πώς οι επενδυτές «θα πρέπει» να συμπεριφέρονται, αντί για αρχές που περιγράφουν πώς πραγματικά συμπεριφέρονται. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσπαθεί να εντοπίσει και να μάθει από τα ανθρώπινα ψυχολογικά φαινόμενα στην εργασία χρηματοπιστωτικών αγορών και στο πλαίσιο των επιμέρους επενδυτών. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, όπως η τυπική χρηματοοικονομική, διέπεται από βασικούς κανόνες και υποθέσεις. Ωστόσο, η τυπική χρηματοοικονομική στηρίζει τις παραδοχές της σε εξιδανικευμένη χρηματοοικονομική συμπεριφορά, ενώ η συμπεριφορική χρηματοοικονομική στηρίζει τις υποθέσεις της στην τρέχουσα χρηματοοικονομική συμπεριφορά.

Ορισμοί Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

- «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η μελέτη της επίδρασης της ψυχολογίας στη συμπεριφορά των χρηματοοικονομικών επαγγελματιών και η επακόλουθη επίπτωση της στις αγορές». Sewell (2005)
- «Νομίζω ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι απλά “ανοιχτόμυαλη χρηματοδότηση». Thaler (1993)
- «Αυτή η περιοχή της έρευνας (που πραγματοποιήθηκε από πανεπιστήμια και άλλες πνευματικές αρένες για ένα μεγάλο διάστημα τριών δεκαετιών και που σ’ αυτήν στηρίχθηκε η έκδοση του «Why Smart People Make Big Money Mistakes And How To Correct Them») μερικές φορές αναφέρεται ως “συμπεριφορική χρηματοοικονομική”, αλλά την αποκαλούμε “συμπεριφορικά οικονομικά”. Τα συμπεριφορικά οικονομικά συνδυάζουν τους δίδυμους κλάδους της ψυχολογίας και των οικονομικών για να εξηγήσουν γιατί και πώς οι άνθρωποι λαμβάνουν φαινομενικά παράλογες αποφάσεις όταν ξοδεύουν, επενδύουν, αποθηκεύουν και δανείζονται χρήματα». Belsky και Gilovich (1999)
- «Αυτό το έγγραφο εξετάζει την περίπτωση να υπάρχουν σημαντικές αλλαγές στις συμπεριφορικές υποθέσεις στις οποίες υπόκεινται τα οικονομικά μοντέλα, βασισμένο σε καταφανείς ανωμαλίες στα χρηματοοικονομικά οικονομικά. Επιχειρήματα για τέτοιες αλλαγές που βασίζονται σε ισχυρισμούς “υπερβολικής αστάθειας” στις τιμές των μετοχών φαίνονται εσφαλμένες για δύο βασικούς λόγους: υπάρχουν σοβαρά ερωτήματα αν το φαινόμενο υπάρχει στην πρώτη θέση και, ακόμα κι αν υπήρχε, εάν ριζική αλλαγή στις συμπεριφορικές παραδοχές είναι η καλύτερη δυνατή μέθοδος για την τρέχουσα έρευνα. Το έγγραφο εξετάζει επίσης άλλες εμφανείς ανωμαλίες και προτείνει όρους υπό τους οποίους συμπεριφορικές αλλαγές είναι περισσότερο ή λιγότερο πιθανό να υιοθετηθούν». Kleidon (1986)
- «Για τους περισσότερους οικονομολόγους, είναι ένα άρθρο πίστης ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές φθάνουν σε ορθολογική συνολικά αποτελέσματα, παρά την παράλογη συμπεριφορά ορισμένων συμμετεχόντων, αφού οι πολύπειροι παίκτες στέκονται έτοιμοι να επωφεληθούν από τα λάθη των αφελών. (Αυτή η διαδικασία, η οποία αποκαλείται λαθροθηρία, συμπεριλαμβάνει αλλά δεν περιορίζεται σε αρμπιτράζ). Ακόμη οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν υποστεί

κερδοσκοπικές μανίες, από τη μανία της ολλανδικής τουλίπας σε ομόλογα υψηλού κινδύνου, και περιστασιακές δραματικές απώλειες στην αξία, όπως συνέβη τον Οκτώβριο του 1987, που είναι δύσκολο να ερμηνευτούν ως λογικές. Η περιγραφική θεωρία αποφάσεων, ειδικά η ψυχολογία (βλ. D. Kahneman et al., 1982), μπορεί να βοηθήσει να εξηγήσει ένα τέτοιο παράλογο μακροφαινόμενο. Εδώ προτείνουμε κάποιες συμπεριφορικές εξηγήσεις των αποτελεσμάτων της συνολικής αγοράς -ειδικά των χρηματοοικονομικών ροών, που είναι σημαντικής πρακτικής συνέπειας και για τους δύο, πολιτικούς και χρηματοοικονομικούς επαγγελματίες».

Patel, Zeckhauser και Hendricks (1991)

- «Επειδή η ψυχολογία διερευνά συστηματικά την ανθρώπινη κρίση, συμπεριφορά, και ευημερία, μπορεί να μας διδάξει σημαντικά γεγονότα για το πώς οι άνθρωποι διαφέρουν από τις παραδοσιακές οικονομικές παραδοχές. Σε αυτό το δοκίμιο συζητώ μια επιλογή ψυχολογικών ευρημάτων που σχετίζονται με τα οικονομικά. Τα παραδοσιακά οικονομικά θεωρούν ότι κάθε άτομο έχει σταθερό, σαφώς καθορισμένες προτιμήσεις, και ότι μεγιστοποιεί ορθολογικά τις προτιμήσεις αυτές. Το τμήμα 2 θεωρεί τι μας διδάσκει η ψυχολογική έρευνα για την αληθινή μορφή των προτιμήσεων, επιτρέποντάς μας να κάνουμε την οικονομία πιο ρεαλιστική στο πλαίσιο λογικών επιλογών. Οι κριτικές του τμήματος 3 ερευνούν για μεροληψίες κατά την κρίση σε συνθήκες αβεβαιότητας: Επειδή αυτές οι προκαταλήψεις οδηγούν τους ανθρώπους να κάνουν συστηματικά σφάλματα στην προσπάθειά τους να μεγιστοποιήσουν τις προτιμήσεις τους, η έρευνα αυτή αποτελεί μια πιο ριζική πρόκληση για το οικονομικό μοντέλο. Η σειρά ψυχολογικών ευρημάτων που αναθεωρήθηκαν στο τμήμα 4 δείχνει ακόμη μια πιο ριζοσπαστική κριτική του οικονομικού μοντέλου: Ακόμα και αν είμαστε πρόθυμοι να τροποποιήσουμε τις εξοικειωμένες παραδοχές σχετικά με τις προτιμήσεις μας, ή να επιτρέψουμε ότι οι άνθρωποι κάνουν συστηματικά λάθη στην προσπάθειά τους να μεγιστοποιήσουν τις προτιμήσεις αυτές, είναι μερικές φορές παραπλανητικό να συλλάβουμε ανθρώπους που προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν σαφώς καθορισμένες, συνεκτικές, ή σταθερές προτιμήσεις».

Rabin (1996)

- «Η αποτελεσματικότητα της αγοράς επιβιώνει την πρόκληση από τη βιβλιογραφία σχετικά με τις ανωμαλίες μακροπρόθεσμης απόδοσης. Σύμφωνα με την υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς ότι οι ανωμαλίες είναι τυχαία αποτελέσματα, η εμφανής υπέρ αντίδραση στην πληροφόρηση είναι τόσο κοινή όσο και η υπό αντίδραση,

και η μετα-γεγονότος συνέχιση των προ-γεγονότος ανώμαλων αποδόσεων είναι περίπου τόσο συχνή όσο η μετα-γεγονότος αναστροφή. Πιο σημαντικό είναι, σύμφωνα με την πρόβλεψη της αποτελεσματικής αγοράς ότι εμφανείς ανωμαλίες μπορεί να οφείλονται στη μεθοδολογία, ότι οι ανωμαλίες μακροπρόθεσμων αποδόσεων τείνουν να εξαφανιστούν με λογικές αλλαγές στην τεχνική». Fama (1998)

- «Πρόσφατη βιβλιογραφία στην εμπειρική χρηματοοικονομική (Robert J. Shiller, 1998. "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System," Cowles Foundation Discussion Papers 1172, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University) έχει εξετασθεί στη σχέση της με τις αρχές που διέπουν τη συμπεριφορά, αρχές οι οποίες προέρχονται κυρίως από την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την ανθρωπολογία. Οι αρχές συμπεριφοράς που συζητούνται είναι οι εξής: θεωρία προοπτικής, μετάνοια και γνωστική ασυμφωνία, αγκυροβόληση, ψυχικά διαμερίσματα, υπερ-αυτοπεποίθηση, υπέρ και υπό αντίδραση, ευρετική αντιπροσωπευτικότητα, αποτέλεσμα διάζευξης, συμπεριφορά τζόγου και κερδοσκοπία, αντιληπτή ασχετοσύνη ιστορίας, μαγική σκέψη, οιονεί μαγική σκέψη, ανωμαλίες προσοχής, η ευρετική διαθεσιμότητα, πολιτισμός και κοινωνική μετάδοση, και παγκόσμια κουλτούρα». Shiller (1998)

- «Το πεδίο των σύγχρονων οικονομικών θεωρεί ότι οι άνθρωποι συμπεριφέρονται με ακραία λογική, αλλά δεν το κάνουν. Επιπλέον, οι αποκλίσεις των ανθρώπων από τη λογική είναι συχνά συστηματική. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική χαλαρώνει τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομικής οικονομίας, ενσωματώνοντας αυτές τις ορατές, συστηματικές, και πολύ ανθρώπινες αποκλίσεις από τη λογική σε τυποποιημένα πρότυπα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Τονίζουμε δύο κοινά λάθη που κάνουν οι επενδυτές: η υπερβολική συναλλαγή και η τάση να κατέχουν δυσανάλογα χαμένες επενδύσεις, ενώ πωλούν τις νικήτριες. Θεωρούμε ότι αυτές οι συστηματικές προκαταλήψεις έχουν τις ρίζες τους στην ανθρώπινη ψυχολογία. Η τάση για τα ανθρώπινα όντα να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση προκαλεί την πρώτη προκατάληψη στους επενδυτές, και η ανθρώπινη επιθυμία να αποφύγει τη μετάνοια παρακινεί τη δεύτερη». Barber και Odean (1999)

- «Τα συμπεριφορικά οικονομικά είναι ο συνδυασμός της ψυχολογίας και των οικονομικών που ερευνά τι συμβαίνει στις αγορές στις οποίες ορισμένοι από τους παράγοντες εμφανίζουν ανθρώπινα όρια και επιπλοκές. Ξεκινάμε με ένα προδικαστικό ερώτημα για τη σχετικότητα. Μήπως κάποιος συνδυασμός των δυνάμεων της αγοράς, της μάθησης και της εξέλιξης καθιστούν αυτές τις ανθρώπινες ιδιότητες άνευ σημασίας; Όχι. Λόγω των ορίων του αρμπιτράζ λιγότερο απ' ό,τι τέλειοι παράγοντες επιβιώνουν και επηρεάζουν τα αποτελέσματα της αγοράς. Στη συνέχεια συζητούμε τρεις σημαντικούς τρόπους με τους οποίους οι άνθρωποι παρεκκλίνουν από το καθορισμένο οικονομικό μοντέλο. Οριοθετημένος ορθολογισμός αντανακλά τις περιορισμένες νοητικές ικανότητες που περιορίζουν την επίλυση προβλημάτων του ανθρώπου. Οριοθετημένη θέληση συλλαμβάνει το γεγονός ότι οι άνθρωποι μερικές φορές κάνουν επιλογές που δεν είναι σε μακροπρόθεσμο συμφέρον τους. Οριοθετημένη ιδιοτέλεια ενσωματώνει το παρήγορο γεγονός ότι οι άνθρωποι είναι συχνά πρόθυμοι να θυσιάσουν τα συμφέροντά τους για να βοηθήσουν τους άλλους. Στη συνέχεια εξηγούμε πώς οι έννοιες αυτές μπορούν να εφαρμοστούν σε δύο ρυθμίσεις: χρηματοοικονομικά και οικονομίες. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν μεγαλύτερες ευκαιρίες αρμπιτράζ σε σχέση με άλλες αγορές, έτσι χρηματοοικονομικοί παράγοντες μπορεί να θεωρηθούν ότι είναι λιγότερο σημαντικοί εδώ, αλλά έχουμε δείξει ότι ακόμα και εδώ τα όρια του αρμπιτράζ δημιουργούν ανωμαλίες που η ψυχολογία της λήψης αποφάσεων βοηθάει να εξηγησει. Δεδομένου ότι η αποταμίευση για τη συνταξιοδότηση απαιτεί τόσο σύνθετους υπολογισμούς όσο και δύναμη της θέλησης, οι συμπεριφορικοί παράγοντες είναι βασικά στοιχεία κάθε πλήρους περιγραφικής θεωρίας». Mullainathan και Thaler (2000)
- «Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι μια ταχέως αναπτυσσόμενη περιοχή που ασχολείται με την επίδραση της ψυχολογίας στη συμπεριφορά των χρηματοοικονομικών επαγγελματιών». Shefrin (2000)
- «Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή της ψυχολογίας στη χρηματοοικονομική συμπεριφορά -η συμπεριφορά των επαγγελματιών». Shefrin (2000)
- «Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η μελέτη για το πώς η ψυχολογία επηρεάζει την οικονομική λήψη αποφάσεων και τις χρηματοπιστωτικές αγορές». Shefrin (2001)

- «Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι ορισμένα χρηματοπιστωτικά φαινόμενα μπορούν εύλογα να κατανοηθούν με τη χρήση μοντέλων στα οποία ορισμένοι παράγοντες δεν είναι πλήρως λογικοί. Το πεδίο έχει δύο σκέλη: τα όρια για αρμπιτράζ, το οποίο υποστηρίζει ότι μπορεί να είναι δύσκολο για τους λογικούς επενδυτές να αναιρούν τις εξαρτήσεις που προκαλούνται από τους λιγότερο ορθολογικούς επενδυτές, και την ψυχολογία, το οποίο ταξινομεί τα είδη των αποκλίσεων από την πλήρη λογική που θα μπορούσαμε να περιμένουμε να δούμε. Συζητάμε αυτά τα δύο θέματα, και στη συνέχεια παρουσιάζουμε μια σειρά από εφαρμογές συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής: στη συνολική χρηματιστηριακή αγορά, στην τομή των μέσων αποδόσεων, στην ατομική συμπεριφορά των συναλλαγών, και στην εταιρική χρηματοδότηση. Κλείνουμε με την αξιολόγηση της προόδου στον τομέα αυτό και κάνουμε εικασίες για την μελλοντική πορεία του».

Barberis και Thaler (2001)

- «Αυτό το δοκίμιο παρέχει μια προοπτική για την τάση προς την ενσωμάτωση της ψυχολογίας στην οικονομία. Ορισμένα θέματα συζητήθηκαν, και επιχειρήματα παρήχθησαν στο γιατί η πορεία προς μεγαλύτερο ψυχολογικό ρεαλισμό στην οικονομία θα βελτιώσει την ενσωματωμένη οικονομία». Rabin (2001)
- «Το βασικό μοντέλο της τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων είναι σε ζωντανή ροή. Η καθαρά ορθολογική προσέγγιση εντάσσεται από μια ευρύτερη προσέγγιση που βασίζεται στην ψυχολογία των επενδυτών. Σε αυτήν την προσέγγιση, οι αναμενόμενες αποδόσεις των χρεογράφων καθορίζονται τόσο από τον κίνδυνο όσο και από τη λαθεμένη αποτίμηση. Αυτή η έρευνα σκιαγραφεί ένα πλαίσιο για την κατανόηση των προκαταλήψεων απόφασης, αξιολογεί τα εκ των προτέρων επιχειρήματα και τις ενδείξεις της κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη σημασία της ψυχολογίας των επενδυτών για τις τιμές χρεογράφων, και εξετάζει πρόσφατα μοντέλα». Hirshleifer (2001)
- «Η συμπεριφοριστική χρηματοοικονομική και τα συμπεριφορικά οικονομικά είναι στενά συναφείς τομείς που εφαρμόζουν την επιστημονική έρευνα στον άνθρωπο και την κοινωνική γνωστική και τις συναισθηματικές προκαταλήψεις για την καλύτερη κατανόηση των οικονομικών αποφάσεων και πώς επηρεάζουν τις τιμές της αγοράς, τις αποδόσεις και την κατανομή των πόρων». Wikipedia (2005)

- Στην κλασική οικονομική θεωρία, η επικρατούσα θεωρία είναι αυτή των “αποτελεσματικών αγορών”, η οποία βασίζεται στην υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή. Σε αυτή την περίπτωση οι επενδυτικές αποφάσεις αντικατοπτρίζουν ορθολογικά διαμορφωμένες προσδοκίες των επενδυτών. Στην πραγματικότητα όμως αυτή η ιδανική κατάσταση δεν υφίσταται. Εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι δε δρουν πάντα ορθολογικά. Με άλλα λόγια οι επενδυτικές επιλογές καθοδηγούνται από την ψυχολογία των ανθρώπων, γεγονός που εξασθενεί τη σχέση μεταξύ της πληροφόρησης και της πορείας της αγοράς. Αυτό το κενό μεταξύ θεωρίας και πράξης έρχεται να καλύψει ο σχετικά νέος τομέας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, προσπαθώντας να συνδυάσει την κλασική οικονομική επιστήμη με την ψυχολογία. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι μερικά οικονομικά φαινόμενα μπορούν να γίνουν κατανοητά καλύτερα χρησιμοποιώντας τα πρότυπα στα οποία μερικοί επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί. Δύο είναι οι βασικοί πυλώνες πάνω στους οποίους βασίζεται αυτή η προσέγγιση: οι άνθρωποι παίρνουν συχνά αποφάσεις και λύνουν προβλήματα βασιζόμενοι σε ευριστικούς κανόνες (heuristic rules) και με μεροληψία (bias), και η παρουσίαση/διατύπωση/πλαίσωση (framing) του προβλήματος επηρεάζει την απόφαση. Wikipedia (2011)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Σαφής διάκριση μεταξύ των όρων κερδοσκοπία και επένδυση δεν είναι εύκολη. Μπορούμε να αποδεχτούμε ότι ένας παίκτης σε καζίνο που ποντάρει σε έναν αριθμό ή σε ένα χρώμα της ρουλέτας, προφανώς κερδοσκοπεί. Από την άλλη, όταν ένας επενδυτής αγοράζει ή πουλά μια μετοχή ποντάροντας σε μια μεταβολή της τιμής της, προφανώς κι αυτός κερδοσκοπεί.

Επένδυση είναι η δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. Δηλαδή, ως επένδυση ορίζεται η πράξη αγοράς και πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου με βάση την οικονομικά λογική απόδοση για έναν χρονικό ορίζοντα χωρίς αυτός να είναι το κριτήριο που διαχωρίζεται η επένδυση από την κερδοσκοπία. Κερδοσκοπία, από την άλλη μεριά, θεωρείται η αγοραπωλησία αξιόγραφων με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από τη μεταβολή της τιμής τους. Παρά το γεγονός ότι οι δύο αυτές έννοιες παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά, η ειδοποιός διαφορά τους έγκειται στο κίνητρο και στο χρονικό ορίζοντα της απόφασης. Οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους τις ανάγκες, τους περιορισμούς και τους στόχους τους, λειτουργώντας όχι μόνο βραχυπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα, ενώ οι κερδοσκόποι δρουν άμεσα και αποσκοπούν στο γρήγορο και εύκολο κέρδος. Εξάλλου, οι κερδοσκόποι για την πραγματοποίηση των στόχων τους χρησιμοποιούν πολλές φορές μεθόδους και τακτικές οι οποίες είναι αθέμιτες. Μια αυθόρμητη επένδυση χωρίς καμιά πληροφόρηση είναι περισσότερο κερδοσκοπική από μια άλλη για την οποία ο επενδυτής έχει ερευνήσει για ενδεχόμενη απόδοσή της. Όσον αφορά το χρονικό ορίζοντα πρέπει να συνεξετάζεται με τη λογική που διέπει μια κίνηση, που σε ό,τι αφορά την κερδοσκοπία είναι η λογική του τζόγου. Επίσης, η κερδοσκοπία απαιτεί ενεργητικές κινήσεις ενώ η επένδυση συνήθως παθητικές.

Ο ελληνικός όρος κερδοσκοπία, στα αγγλικά αποδίδεται με δύο λέξεις: «arbitrage» και «speculation». Αρμπιτράζ (Arbitrage) είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση ή δανεισμός και επανατοποθέτηση δύο περιουσιακών στοιχείων με σκοπό την πραγματοποίηση κέρδους από τη διαφορά μεταξύ των τιμών. Η κερδοσκοπική αγοραπωλησία (αρμπιτράζ) είναι η διαδικασία που διασφαλίζει την εκμετάλλευση της κάθε διαφοράς στις τιμές μεταξύ δύο χωρών με στόχο τη δημιουργία ακίνδυνου κέρδους. Δεν απαιτείται κεφάλαιο και δεν εμπεριέχει μεγάλο ρίσκο. Οι arbitrageurs αγοράζουν το περιουσιακό στοιχείο π.χ. μετοχή, στην αγορά που είναι πιο φτηνό και

το πουλάνε μετά στην αγορά που είναι πιο ακριβό. Όταν αυτό γίνει από πολλούς arbitrageurs, τότε η υψηλή τιμή μειώνεται και η χαμηλή ανεβαίνει, με αποτέλεσμα οι δύο τιμές να εξισωθούν. Έτσι, το arbitrage συμβάλλει στην ισορροπία των τιμών, εφόσον δεν είναι λογικό το ίδιο περιουσιακό στοιχείο να έχει δύο διαφορετικές τιμές σε δύο αγορές που επικοινωνούν μεταξύ τους. Από την άλλη πλευρά, ο όρος speculation αναφέρεται στην αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μη λογικό οικονομικό πλαίσιο. Οι speculators αγοράζουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε υψηλή τιμή, ελπίζοντας ότι θα βρουν να το πουλήσουν σε κάποιον σε υψηλότερη τιμή. Αυτός με τη σειρά του ελπίζει ότι θα το μεταπωλήσει σε κάποιον άλλον ακόμα ακριβότερα. Εδώ βασικό στοιχείο αποτελεί η ψυχολογία του ατόμου ή της μάζας (αφού η κίνηση αυτή στηρίζεται στην παρόρμηση και το ψυχολογικό παράγοντα) και όχι η λογική απόδοση που μπορεί να έχει το περιουσιακό στοιχείο. Ενώ δηλαδή το arbitrage είναι μια τεχνική που βασίζεται στην ορθή τιμολόγηση των στοιχείων και στον υπολογισμό του οφέλους και του κόστους από μια συναλλαγή, το speculation βασίζεται στη θετική ή αρνητική ψυχολογία.

Κερδοσκόπος είναι ο επιχειρηματίας που δεν επιδιώκει κέρδος μέσα από τις διακυμάνσεις των τιμών και δεν ασχολείται με κάποιο συνηθισμένο, καθιερωμένο ή γνωστό κλάδο επιχειρήσεων, αλλά επιδίδεται σε οποιαδήποτε εμπορική συναλλαγή όταν υπολογίζει ότι αυτή θα είναι περισσότερο επικερδής από όσο συνήθως και την εγκαταλείπει όταν υπολογίζει ότι τα κέρδη θα επανέλθουν στα ίδια επίπεδα με τις υπόλοιπες εμπορικές δραστηριότητες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η Αποτελεσματική Αγορά - Εισαγωγή

Συνοπτικά, η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς, μια σημαντική θεωρητική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, έχει να κάνει με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται από τους ανταγωνιζόμενους ορθολογικούς επενδυτές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύουν, Fama (1965). Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων σε μια αποτελεσματική αγορά δε θα πρέπει να προσαρμόζονται με βάση παλαιές πληροφορίες, διότι αυτές κατά τη θεωρία έχουν ήδη ενσωματωθεί στις τιμές. Οι παλαιές πληροφορίες είναι άχρηστες για τους επενδυτές σε μια αποτελεσματική αγορά διότι η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών προβλέπει ότι όταν όλοι κατέχουν μια πληροφορία αυτή δεν είναι πια σημαντική, Fortune (1991).

Ευριστικοί κανόνες

Η επικρατούσα οικονομική προσέγγιση της λήψης μιας απόφασης σε συνθήκες αβεβαιότητας είναι η θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας (expected utility theory). Η θεωρία υποθέτει οι άνθρωποι κινητοποιούνται από υλικά κίνητρα και ο τρόπος με τον οποίο λαμβάνουν τις αποφάσεις τους ερμηνεύεται λογικά. Στα πλαίσια αυτά, εξετάζουν και επεξεργάζονται τις διαθέσιμες πληροφορίες, μεταξύ άλλων με τυποποιημένες στατιστικές ή οικονομετρικές μεθόδους.

Σύμφωνα με τον Schleifer (2000) η ΥΑΑ βασίζεται σε τρεις βασικές υποθέσεις:

- Οι επενδυτές θεωρούνται ορθολογικοί δρώντες και αποτιμούν τα αξιόγραφα με ορθολογικό τρόπο
- Σε περίπτωση που οι επενδυτές δε δρουν ορθολογικά, οι συναλλαγές τους είναι τυχαίες, ακυρώνοντας οποιαδήποτε επίδραση μπορεί να έχουν στις τιμές των αξιολογίων
- Ακόμη και αν οι μη ορθολογικές συναλλαγές δεν είναι τυχαίες, αλλά ακολουθούν μια λογική συσχέτισης προς την ίδια κατεύθυνση, θα υπάρχουν πάντα στην αγορά ορθολογικοί επενδυτές που μέσω της διαδικασίας του αρμπιτράζ θα επαναφέρουν τις τιμές των αξιολογίων στο επίπεδο ισορροπίας τους.

Ωστόσο, και αυτές οι τρεις υποθέσεις επιδέχονται κριτική:

- Οι επενδυτές δε δρουν πάντα ορθολογικά: Υπάρχουν αποκλίσεις από τον τρόπο συμπεριφοράς που υποδεικνύουν τα οικονομικά υποδείγματα.
- Αυτές οι αποκλίσεις μπορεί να αφορούν μια πολύ μεγάλη ομάδα επενδυτών επομένως να μην υπάρχει δυνατότητα ακύρωσης των επιδράσεων των συναλλαγών τους στις τιμές των αξιογράφων
- Στην πραγματικότητα η διαδικασία της εξισορροπητικής αγοραπωλησίας είναι δαπανηρή και ενέχει κίνδυνο. Το κόστος έχει να κάνει με το κόστος εφαρμογής της στρατηγικής (implementation cost) και ο κίνδυνος σχετίζεται με την παρουσία μη-ενημερωμένων επενδυτών (noise trader risk). (Barberis & Thaller, 2002)

Εστιάζοντας κυρίως στο πρώτο σημείο, η διενέργεια πειραμάτων επιβεβαιώνει τη μη ορθολογικότητα των επενδυτών δημιουργώντας την ανάγκη για μια οικονομική προσέγγιση που δε θα βασιζόταν αποκλειστικά σε οικονομομετρικά εργαλεία και αναλύσεις, αλλά στις ανθρώπινες αδυναμίες και συναισθήματα (Αλεξάκης, 2008).

Η σύγχρονη προσέγγιση στην οικονομική θεωρία εκτός από την αυτονόητη στήριξη στα μαθηματικά τη στατιστική και την κοινωνιολογία στηρίζεται πλέον στην ψυχολογία και τη νευρωνική επιστήμη.

Όσον αφορά την ψυχολογία, και ειδικότερα στην αντιληπτική ψυχολογία (cognitive psychology = Η Γνωστική Ψυχολογία ασχολείται με την πρόοδο στη μελέτη της μνήμης, στην επεξεργασία της γλώσσας, της αντίληψης, επίλυση προβλημάτων, και της σκέψης), ο άνθρωπος θεωρείται σύστημα που κωδικοποιεί και ερμηνεύει τις διαθέσιμες πληροφορίες με συνειδητό τρόπο, αλλά όπου άλλοι παράγοντες κυβερνούν επίσης τις αποφάσεις του σε μια διαλογική διαδικασία (Πολλάλης, 2003).

Τέτοια στοιχεία περιλαμβάνουν την αντίληψη, διανοητικά πρότυπα για την ερμηνεία των συγκεκριμένων καταστάσεων, των συγκινήσεων, των τοποθετήσεων και των μνημών και των προηγούμενων αποφάσεων και των συνεπειών τους.

Μελέτες των Trevisky και Kahneman (1974), έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι είναι σχετικά ανίκανοι να αναλύουν πλήρως σύνθετες καταστάσεις αποφάσεων όταν αυτές μπορεί να έχουν στο μέλλον αβέβαιες συνέπειες. Κάτω από αυτές τις περιστάσεις στηρίζονται στους ευριστικούς κανόνες (heuristics) ή τις εμπειροτεχνικές μεθόδους (rules of thumb = Απλοί προσεγγιστικοί κανόνες στα πλαίσια της επιστήμης της ψυχολογίας που υποδεικνύουν τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα λύνουν περίπλοκα προβλήματα με σχετικά ελλιπή πληροφόρηση). Τα περισσότερα πειραματικά θέματα ορίζουν τις ίδιες πιθανότητες σε μικρά και μεγάλα δείγματα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ότι η απόκλιση από το μέσο όρο, ως μέτρο αποτίμησης του κινδύνου, μειώνεται δραστικά όσο το μέγεθος του δείγματος διευρύνεται. Κάτω από αυτό το

πρίσμα, οι άνθρωποι εμμένουν σε ένα νόμο των μικρών αγαθών, χωρίς εξέταση του νόμου των μεγάλων αριθμών στη θεωρία πιθανοτήτων. Με την ίδια λογική, ένας επενδυτής που αναγνωρίζει ότι ένας χρηματιστηριακός αναλυτής μπορεί να κάνει μια πρόβλεψη για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, μπορεί να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι αυτός ο αναλυτής είναι συστηματικά ικανότερος από το μέσο επενδυτή. Η αληθινή πιθανότητα σε όρους στατιστικής υποδηλώνει ότι κάτι τέτοιο είναι σχεδόν αδύνατο να συμβεί.

Αυτή η μυωπική αντιμετώπιση των στοιχείων μπορεί να δώσει μια κατεύθυνση στην εξήγηση των ανωμαλιών της ΥΑΑ τα οποία φαίνεται να μην μπορούν να ερμηνευθούν επαρκώς από τα υπάρχοντα πρότυπα. Σε αυτό το σημείο έρχεται ο σχετικά νέος κλάδος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής όπου το κεντρικό χαρακτηριστικό είναι ο δανεισμός κανόνων της ψυχολογίας για την ερμηνεία της λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών.

Θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis, EMH), αποτελεί ένα από τα τέσσερα θεμέλια της λεγόμενης Νεοκλασικής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας. Τα υπόλοιπα 3 θεμέλια είναι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), η Θεωρία Black-Scholes Τιμολόγησης Χρηματοοικονομικών Παραγώγων και η Θεωρία του Mean-Variance Efficient Portfolios (Shefrin, 2001). Αποτέλεσε δε, από το 1970 και μετά, τη δημοφιλέστερη προσέγγιση στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς πρεσβεύει ότι οι χρηματαγορές είναι διαρκώς πλήρως ενημερωμένες ή αλλιώς ότι οι παρούσες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία κατά τρόπο άμεσο, αποτελεσματικό και ακριβές, και αλλάζουν συνεχώς προκειμένου να ενσωματώσουν οποιαδήποτε νέα πληροφορία προκύψει. Γι' αυτό το λόγο είναι αδύνατο να νικήσει κάποιος την αγορά χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία αφού αυτή, σύμφωνα με τη θεωρία, έχει ήδη προεξοφληθεί και ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου. Αυτό είναι αποτέλεσμα του ανταγωνισμού μεταξύ μεγάλου αριθμού ορθολογικών επενδυτών οι οποίοι αναλύουν και αξιολογούν διαρκώς τα χρεογραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά, μεγιστοποιώντας τη χρησιμότητά τους και προσπαθώντας να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές των αξιογράφων των χαρτοφυλακίων τους. Εάν η αγορά μιας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με

τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει υπερβολικές αποδόσεις.

Παράλληλα, σύμφωνα με τον Jensen (1978) οι τιμές των αξιογράφων ενσωματώνουν πληροφορίες μέχρι το σημείο όπου το οριακό κόστος των επενδυτών που αποφασίζουν βάσει των διαθέσιμων πληροφοριών, δεν υπερβαίνει το οριακό τους όφελος. Επομένως, μια αγορά θεωρείται πληροφοριακά αποτελεσματική όταν η αγοραίες τιμές των αξιογράφων αντανακλούν πλήρως κάθε πληροφορία σχετικά με: τα μελλοντικά (ή αναμενόμενα) κέρδη, τα μερίσματα και τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησής τους, το κίνδυνο που ενέχουν τα αξιόγραφα που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο, την αναμενόμενη (ή προσδοκώμενη) απόδοση και γενικά οποιαδήποτε άλλη πληροφορία η οποία μπορεί να επηρεάσει την αγοραία τιμή του αξιογράφου. Βάσει αυτών των παραδοχών, δεν υπάρχει επενδυτής που να έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες με σκοπό την επίτευξη υψηλών (πέρα του κανονικού) αποδόσεων: Όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι ήδη ενσωματωμένες και προεξοφλημένες στην τιμή του αξιογράφου. Εφόσον η νέα πληροφορία (ή είδηση) έρχεται στην αγορά με ένα τυχαίο τρόπο, πρέπει και οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να διακυμαίνονται, επίσης τυχαία. Σε αυτό το σημείο, ως σημειωθεί ότι με τον όρο «κανονική απόδοση» εννοείται η απόδοση σε κατάσταση ισορροπίας, όπως υποδεικνύεται από υποδείγματα όπως αυτό της Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM).

Σύμφωνα με την υπόθεση αποτελεσματικών αγορών, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι αποτέλεσμα νέων ειδήσεων και δεν εξαρτώνται από κανέναν άλλο παράγοντα, όπως η ψυχική διάθεση του επενδυτικού κοινού (αισιοδοξία, απαισιοδοξία, φόβος, απληστία), η οποία δε μπορεί να τις επηρεάζει.

Μορφές της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η Υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH) εκφράστηκε αρχικά από τον Γάλλο μαθηματικό Louis Bachelier, στην διατριβή του "Η Θεωρία της Κερδοσκοπίας" το 1900. Η εργασία του αγνοήθηκε μέχρι την δεκαετία του 1950, όταν ο Paul Samuelson είχε αρχίσει να κυκλοφορεί την εργασία του Bachelier ανάμεσα στους οικονομολόγους. Έτσι πρόεκυψε σαν προεξέχουσα θεωρία. Το 1965 ο Eugene Fama δημοσίευσε την ακαδημαϊκή του μελέτη υποστηρίζοντας ένα στατιστικό υπόδειγμα που περιγράφει μια αποτελεσματική αγορά, το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (random walk model). Σύμφωνα με αυτό, οι μεταβολές των

χρηματιστηριακών τιμών είναι μη προβλέψιμες και η καλύτερη πρόβλεψη που μπορούμε να έχουμε για την τιμή μιας μετοχής μια χρονική στιγμή, π.χ. σήμερα, είναι η τιμή την προηγούμενη χρονική στιγμή, δηλαδή χθες. Αυτό συμβαίνει διότι η σημερινή χρηματιστηριακή τιμή θα επηρεαστεί από τις σημερινές ειδήσεις, και η μεταβολή της από χθες μέχρι σήμερα θα εκφράζει τις ειδήσεις αυτές που είναι άγνωστες και απρόβλεπτες. Ωστόσο, το υπόδειγμα αυτό είχε το μειονέκτημα ότι ήταν καθαρά στατιστικό, γι' αυτό ακολούθησε η ανάπτυξη υποδειγμάτων που εξηγούσαν την τυχαία διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών, τα οποία με τη σειρά τους βασίζονταν σε κάποιο άλλο υπόδειγμα που αφορούσε την απόδοση ισορροπίας σε μια ανταγωνιστική αγορά. Τα υποδείγματα αυτά κατηγοριοποιήθηκαν σε υποδείγματα ουδέτερης θέσης έναντι κινδύνου όπου οι επενδυτές αδιαφορούν για τον κίνδυνο και δεν ενεργούν ώστε να τον μειώσουν, και σε υποδείγματα αρνητικής θέσης έναντι κινδύνου όπου οι επενδυτές ενδιαφέρονται γι' αυτόν και προσπαθούν να τον μειώσουν. Στα υποδείγματα που υποθέτουν θετική σχέση ανάμεσα στον κίνδυνο και την απόδοση, οι επενδυτές για να αναλάβουν κίνδυνο, πρέπει να ανταμειφθούν γι' αυτό με μεγαλύτερη απόδοση. Έπειτα, το 1970 δημοσίευσε μια αναθεώρηση της θεωρίας και των στοιχείων για την υπόθεση. Η μελέτη επέκτεινε και καθόρισε την θεωρία, περιλαμβάνοντας τους ορισμούς των τριών μορφών της Αποτελεσματικής Αγοράς, που αναλύονται παρακάτω. Έτσι στις αρχές της δεκαετίας του 1990 γίνεται ευρέως αποδεκτή η Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών. Ο Eugene Fama, κατηγοριοποίησε τις αποτελεσματικές αγορές σε τρεις μορφές ανάλογα με το παρεχόμενο επίπεδο πληροφόρησης:

a. Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak-form efficiency).

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ιστορικές πληροφορίες (π.χ. παρελθούσες τιμές, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών) αντικατοπτρίζονται ήδη στις τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις. Υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις πληροφορίες που κυκλοφορούν στην αγορά, περιέχει όμως και στατιστικά δεδομένα που αφορούν την πορεία της τιμής της μετοχής, τη διακύμανσή της, το πλήθος τεμαχίων που συναλλάχθηκαν και άλλα τέτοιου τύπου. Κατά συνέπεια σε αυτή τη μορφή αγοράς δεν συσχετίζονται οι προηγούμενες μεταβολές της τιμής με αυτές που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον. Σε αυτή την μορφή αγοράς λοιπόν είναι αναποτελεσματικό να βασίζουμε τις μελλοντικές μας κινήσεις στα ιστορικά δεδομένα.

b. Μορφή Ημι-Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (semi-strong form efficiency).

Η δεύτερη μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες που κυκλοφορούν επίσημα στην αγορά. Εδώ πρέπει να συνυπολογίσουμε και την ύπαρξη της αξιολόγησης που γίνεται στα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Ως εκ τούτου σε αυτή τη μορφή αναμένουμε περιορισμένες αποδόσεις αφού ότι νεότερο προκύπτει άμεσα απεικονίζεται στην τιμή. Σύμφωνα με την ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας λοιπόν, δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, κλπ) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

c. Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (strong form efficiency).

Σύμφωνα με αυτή τη μορφή αποτελεσματικότητας, ακόμα και μη-δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπεραποδόσεις. Υποθέτει δηλαδή, πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει όλες τις πληροφορίες δημόσιες και ιδιωτικές που κυκλοφορούν στην αγορά. Κατά συνέπεια εδώ μπορεί ο οποιοσδήποτε να κατέχει επιπλέον πληροφόρηση την οποία μπορεί να εκμεταλλευτεί για την αύξηση των αναμενόμενων αποδόσεών του.

Η συζήτηση της αποτελεσματικότητας της αγοράς έχει εμπνεύσει κυριολεκτικά χιλιάδες μελέτες που προσπαθούν να καθορίσουν εάν συγκεκριμένες αγορές είναι στην πραγματικότητα «αποτελεσματικές». Πολλές μελέτες όντως δείχνουν στοιχεία που υποστηρίζουν την υπόθεση αποτελεσματικότητας αγοράς. Οι ερευνητές έχουν τεκμηριώσει πολυάριθμες, επίμονες ανωμαλίες, που έρχονται σε αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Πιο συγκεκριμένα οι ανωμαλίες της αγοράς είναι ένα φαινόμενο που εμφανίζεται στις χρηματιστηριακές αγορές και επηρεάζει την ομαλή λειτουργία τους. Ανωμαλία είναι ένα γεγονός που δεν μπορεί να ερμηνευτεί από την επικρατούσα θεωρία και συγκεκριμένα στην περίπτωση των μετοχών δεν μπορεί να ερμηνευτεί από την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Υπάρχουν τρεις βασικοί τύποι ανωμαλιών της αγοράς: Θεμελιώδεις Ανωμαλίες, Τεχνικές Ανωμαλίες και Ημερολογιακές Ανωμαλίες.

Παρατυπίες που προκύπτουν όταν η απόδοση μιας μετοχής θεωρείται σε φως μιας θεμελιώδους εκτίμηση της αξίας της μετοχής είναι γνωστές ως θεμελιώδεις ανωμαλίες. Πολλοί άνθρωποι, για παράδειγμα, δεν γνωρίζουν ότι η αξία επένδυσης βασίζεται σε θεμελιώδεις ανωμαλίες στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας αγοράς. Υπάρχουν στοιχεία που τεκμηριώνουν ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν συστηματικά τις προοπτικές των ανεπτυγμένων εταιρειών και υποτιμούν την αξία των εταιρειών που δεν είναι γνωστές.

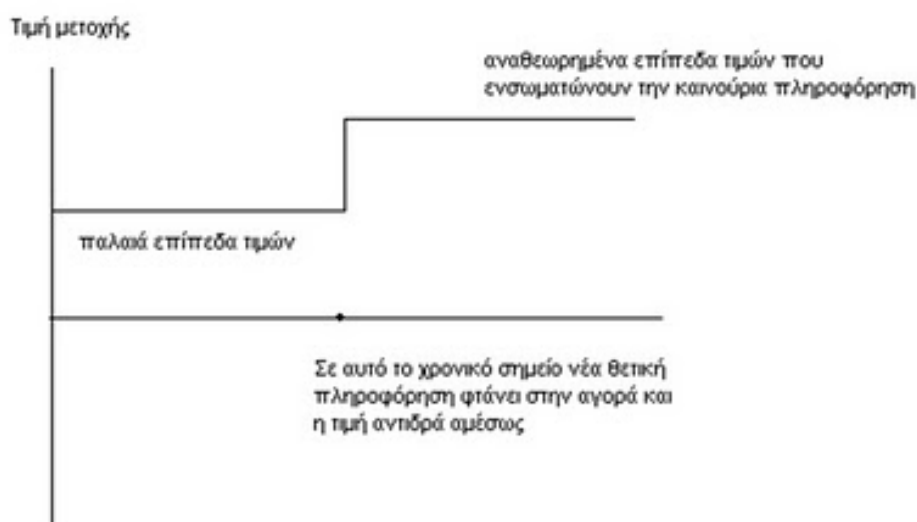
Μια άλλη σημαντική συζήτηση περιστρέφεται γύρω από το κατά πόσον οι παρελθούσες τιμές των χρεογράφων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές. Η τεχνική ανάλυση περιλαμβάνει μια σειρά από τεχνικές που προσπαθούν να προβλέψουν τιμές χρεογράφων από τη μελέτη προηγούμενων τιμών. Μερικές φορές, η τεχνική ανάλυση αποκαλύπτει ασυνέπειες σε σχέση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Αυτές είναι γνωστές ως τεχνικές ανωμαλίες.

Οι ημερολογιακές ανωμαλίες θεωρούνται αυτές που σχετίζονται με την κίνηση των τιμών των μετοχών σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα του έτους, του μήνα, της ημέρας και της συνεδρίασης οι οποίες είναι από τις βασικές ανωμαλίες της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

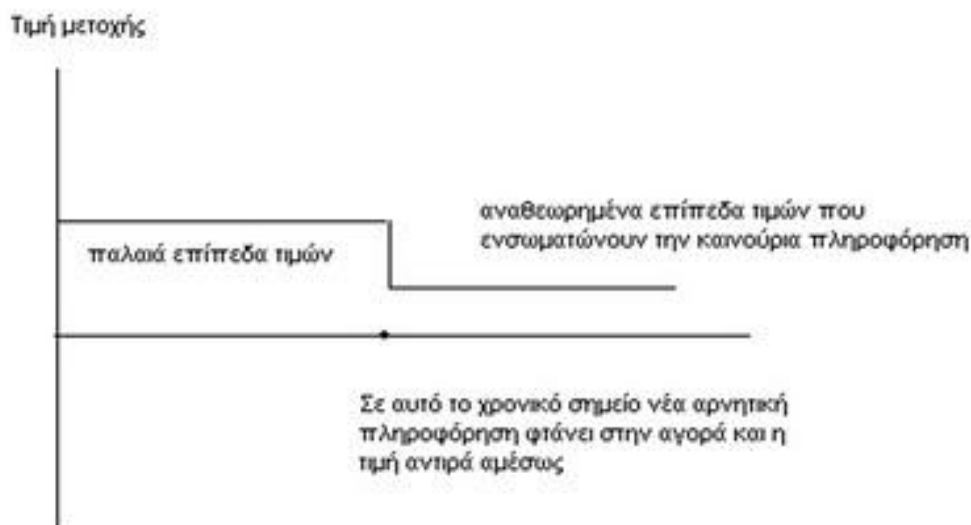
Οι στατιστικοί έλεγχοι της αποτελεσματικότητας γενικά ερευνούν για ενδείξεις ότι παλιές πληροφορίες μπορούν να αξιοποιηθούν και να αποδώσουν συστηματικά χρηματιστηριακά κέρδη, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτών υιοθετεί ουδέτερη θέση έναντι του κινδύνου. Ερευνητές εξέτασαν στατιστικά τις μεταβλητές που επηρεάζουν τις μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών (ΔPt) και των χρηματιστηριακών αποδόσεων (Rt) και προσπάθησαν με διάφορες μεθόδους να εκτιμήσουν κατά πόσον οι πιο πάνω μεταβλητές είναι οικονομετρικά προβλέψιμες. Μια συμπληρωματική προσέγγιση για τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας μιας αγοράς είναι και οι λεγόμενες Έρευνες Γεγονότων, όπου εξετάζεται η συμπεριφορά των χρηματιστηριακών αποδόσεων σε ημερομηνίες που σχετίζονται με σημαντικά εταιρικά γεγονότα και προσπαθεί να ανιχνεύσει εάν οι χρηματιστηριακές τιμές αντιδρούν αρκετά γρήγορα και δεν αφήνουν περιθώριο σε κάποια κερδοφόρα επενδυτική στρατηγική. Επίσης, οι εμπειρικοί έλεγχοι για την αποτελεσματικότητα σε μορφή υψηλής ισχύος εξετάζουν τη δυνατότητα επίτευξης κέρδους με τη χρήση εσωτερικής πληροφόρησης (περιορισμένη ομάδα επενδυτών). Τέλος, μια εναλλακτική μορφή ελέγχου για την αποτελεσματικότητα της αγοράς και συνεπώς για την ορθολογικότητα, σχετίζεται με τον έλεγχο της μεταβλητότητας των χρηματιστηριακών τιμών.

Σε μία αποτελεσματική αγορά τα επίπεδα τιμών καθορίζονται από τη θεμελιώδη αξία (τιμή) του χρεογράφου και η σημερινή μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής προέρχεται μόνο από τα σημερινά, τυχαία, νέα. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο ρόλος των ειδικών και των επαγγελματιών στην αγορά εφόσον δεν έχουν τη δυνατότητα πρόβλεψης, θα έπρεπε να είναι περιορισμένος. Είναι προφανές γιατί αυτή η υπόθεση εμφανίστηκε ως μια πρόβλεψη της ορθολογικής προσέγγισης των κεφαλαιαγορών: εάν οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, θα κάνουν την καλύτερη δυνατή χρήση της διαθέσιμης πληροφόρησης όταν προβλέπουν τις ταμειακές ροές και όταν τις προεξοφλούν με το κατάλληλο επιτόκιο ανάλογα με το βαθμό κινδύνου.

Αποτελεσματική Αντίδραση σε θετικά νέα:



Αποτελεσματική Αντίδραση σε αρνητικά νέα:



Πηγή: <http://www.euretirio.com/2010/06/apotelesmatiki-agora.html>

Υποθέσεις Θεωρίας Αποτελεσματικής Αγοράς

- Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός αναλυτών, επενδυτών, χρηματιστών κτλ οι οποίοι συμμετέχουν ενεργά στην αγορά και συνεχώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία.
- Οι συμμετέχοντες στην αγορά θα πρέπει να προσπαθούν να μεγιστοποιούν τη συνολική τους χρησιμότητα και να έχουν ορθολογικές προσδοκίες τις οποίες θα πρέπει να αναπροσαρμόζουν όταν λαμβάνουν καινούρια πληροφόρηση.
- Ένας επενδυτής ή μικρή ομάδα επενδυτών να μην μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής.
- Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους στην αγορά ταυτόχρονα, να μην έχει κόστος και να φτάνει με τυχαίο τρόπο.
- Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.
- Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν κάνουν συστηματικά λάθος στις εκτιμήσεις τους.
- Οι λάθος εκτιμήσεις δεν επηρεάζουν τις τιμές ισορροπίας λόγω του ορθολογικού arbitrage.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις είναι ικανές αλλά όχι αναγκαίες και οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών πρέπει να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από την εμφάνιση οποιουδήποτε γεγονότος που αφορά στις εισηγμένες εταιρίες. Στην πραγματικότητα όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει ούτε σε απόλυτους ούτε σε συγκριτικούς όρους (Frankfurter, George M. & McGoun, Elton, (2000), Van der Sar Nico (2004)). Επίσης, μία αποτελεσματική αγορά προϋποθέτει ότι ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών παρακολουθεί και αναλύει την κάθε μετοχή, με αποτέλεσμα όταν η τιμή της τελευταίας προσαρμόζεται αυτόματα σε κάθε νέα πληροφορία, αυτό να γίνεται από ένα διαρκώς μεγαλύτερο αριθμό συμμετεχόντων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν σε μία αγορά και προσαρμόζουν έμμεσα τις τιμές των μετοχών της, τόσο πιο αποτελεσματική θεωρείται η εν λόγω αγορά. Ωστόσο, επισημαίνεται το γεγονός ότι ανά πάσα στιγμή οι τιμές των μετοχών πρέπει να αντανakλούν όχι μόνο όλη τη διαθέσιμη προς το επενδυτικό κοινό πληροφόρηση αλλά και τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο.

Ο Ορθολογικός – Οικονομικός Άνθρωπος

Για δεκαετίες, στην οικονομική επιστήμη, υποθέσαμε ότι τα άτομα συμπεριφέρονται με λογικό και συνεπή τρόπο. Το πρότυπο αυτό του ατόμου, ο οικονομικός άνθρωπος (*homo economicus*), αποτέλεσε τη βάση για να κτιστούν θεωρητικά υποδείγματα μικροοικονομικής και μακροοικονομικής ανάλυσης, κυρίως της νεοκλασικής σχολής.

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

Πολλοί υποστηρίζουν ωστόσο ότι ο άνθρωπος αυτός έχει ένα μόνο μειονέκτημα. Δεν υπάρχει στην πραγματικότητα. Και αυτό διότι η πραγματικότητα είναι πολύ πιο σύνθετη από τα θεωρητικά υποδείγματα. Επίσης, υπάρχουν ενδείξεις ότι η ορθολογικότητα των ανθρώπων είναι περιορισμένη επειδή τα προβλήματα είναι πολύπλοκα και επειδή ο άνθρωπος επηρεάζεται στις αποφάσεις του από συναισθήματα.

Τα οικονομικά στοιχεία των εταιριών, το παγκόσμιο οικονομικό γίνεσθαι, οι προβλέψεις βάσει των οικονομικών μεγεθών, οι τιμές του πετρελαίου, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και το θεσμοθετημένο πολιτικό πλαίσιο πρέπει να αποτελούν την βάση για την άντληση κριτηρίων και την αξιολόγηση πληροφοριών προκειμένου οι επενδυτές να χαρακτηρίζονται ορθολογικοί.

Ακόμη οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να διατηρούν την στρατηγική της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου χωρίς να διαφοροποιούν τις βαρύτητες των μετοχών που έχουν επιλέξει φιλτράροντας τις πληροφορίες που συνοδεύονται με θόρυβο. Δηλαδή εκφράζονται με τη στρατηγική «αγοράζω φθηνά και πουλάω

ακριβά». Χαρακτηριστική είναι η φράση του Αμερικανού επενδυτή, Bruce Kovner, **“Να γνωρίζεις πότε να πωλήσεις, πριν αγοράσεις”**, σύμφωνα με την οποία ο ορθολογικός επενδυτής εμπιστεύεται τον εαυτό του, κρίνει αντικειμενικά, έχει σαφείς επενδυτικούς στόχους και η στρατηγική του δεν επηρεάζεται από το γενικότερο περιβάλλον αλλά περιέχει προδιαγεγραμμένες κινήσεις, τις οποίες βασίζει στις επίσημες δημόσιες πληροφορίες.

Τέλος, σύμφωνα με δημοσίευση κειμένου των Tversky και Kahneman το 1979, «Prospect theory: Decision making under risk», οι ορθολογικοί επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους βασιζόμενοι στην ψυχολογία της σκέψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΘΟΡΥΒΟΥ: ΓΝΩΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

Ο Black (1986) όρισε τον **θόρυβο (noise)** στις χρηματιστηριακές αγορές ως ένα μεγάλο αριθμό γεγονότων, μικρών και ασήμαντων και άσχετων με την οικονομική θεωρία, τα οποία αποτελούν συχνά ίσως την ισχυρότερη αιτία διακύμανσης των χρηματιστηριακών τιμών, πιο έντονη από έναν αριθμό μεγάλων και σημαντικών γεγονότων.

Σύμφωνα με τον Fisher Black, ο «θόρυβος» είναι ο πρωταρχικός παράγοντας λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών, αλλά επίσης και ο παράγοντας που τις κάνει “ατελείς”. Αν δεν υπάρχει noise trading, το trading των επενδυτών θα είναι από ελάχιστο έως ανύπαρκτο. Θα αγοράζουν μόνο όταν θέλουν να επενδύσουν μετρητά και θα πουλάνε, μόνο όταν χρειάζονται μετρητά για κατανάλωση. Ακόμα και όταν θα θέλουν να αλλάξουν τις επενδυτικές τους προτιμήσεις, θα το κάνουν σε επίπεδο Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Χαρτοφυλακίων ή Δεικτών, και σε πολύ μικρότερο βαθμό, σε επίπεδο μεμονωμένων εταιρειών. Ακόμα όμως και αν υποθέσουμε ότι κάποιος είναι “ορθολογικός επενδυτής” (information trader) και θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές, εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος του είναι και αυτός ορθολογικός, θα πρέπει και οι δύο να λάβουν υπόψη τους την πληροφορία που έχει ο άλλος στην κατοχή του. Επομένως, ποιος από τους δύο είναι ο σωστά πληροφορημένος; Ένας από τους δύο είναι λάθος. Και αν αυτός υποχωρήσει από τη συναλλαγή, τότε δε θα υπάρχουν συναλλαγές γενικά, τουλάχιστον όσον αφορά καθαρό information trading.

Οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους δεν δρουν ορθολογικά. Αυτό επηρεάζει την αποτελεσματικότητα των αγορών στο θεωρητικό της υπόβαθρο αφού σε αυτήν δεν λαμβάνονται υπόψη τα συναισθήματα κάτω από τα οποία λειτουργούν τα άτομα κατά την διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι άνθρωποι σκέφτονται μεροληπτικά επηρεαζόμενοι από την προσωπική τους ψυχολογία, διαστρεβλώνοντας συχνά τα πραγματικά δεδομένα. Οι αγορές απεικονίζουν τις σκέψεις, τα συναισθήματα και τις ενέργειες των ανθρώπων, όπως είναι στην πραγματικότητα, σε αντιδιαστολή με τον εξιδανικευμένο ορθολογικό επενδυτή. Ένας επενδυτής μπορεί να σκοπεύει να είναι ορθολογικός και μπορεί να προσπαθήσει να βελτιστοποιήσει τις ενέργειές του, αλλά η ορθολογιστική του ικανότητα τείνει να εμποδίζεται από γνωστικές προκαταλήψεις, συναισθηματικές ιδιορρυθμίες και κοινωνικές επιρροές. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσδιορίζει και εξηγεί τους συναισθηματικούς παράγοντες που επηρεάζουν τους ανθρώπους κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Ψυχολογία και Οικονομία

Παραδοσιακά, μια επίσημη εκπαίδευση στον τομέα των οικονομικών έχει απορρίψει την ιδέα ότι η ψυχολογία ενός ατόμου μπορεί να αποτελέσει ζημία στο να πάρει το άτομο σωστές επενδυτικές αποφάσεις. Ωστόσο, τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, ο τομέας των οικονομικών είχε εξελιχθεί με βάση τις εξής δυο υποθέσεις:

1. Οι άνθρωποι κάνουν ορθολογικές αποφάσεις.
2. Οι άνθρωποι είναι αμερόληπτοι στις προβλέψεις τους για το μέλλον.

Υποθέτοντας ότι οι άνθρωποι πράττουν σύμφωνα με τα δικά τους καλύτερα συμφέροντα, ο κλάδος των οικονομικών ήταν σε θέση να δημιουργήσει κάποια ισχυρά εργαλεία για τους επενδυτές με τα οποία είτε μπορούσαν να αποκτήσουν υψηλή προσδοκώμενη απόδοση σε οποιοδήποτε επίπεδο κινδύνου που οι επενδυτές ανεχόντουσαν είτε για να βοηθήσουν τίτλους αξίας και να προβάλουν ιδέες σε αναμενόμενα κέρδη και αποδόσεις, κτλ. Παρόλ' αυτά, ψυχολόγοι γνώριζαν για πολύ καιρό ότι αυτά δεν ήταν παρά μόνο λαθεμένες υποθέσεις. Οι άνθρωποι συχνά δρουν μ' ένα φαινομενικά παράλογο τρόπο και κάνουν προβλέψιμα λάθη στις προβλέψεις τους. Παραδείγματος χάριν, η παραδοσιακή οικονομία υποθέτει ότι οι άνθρωποι είναι απρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους, παρά μόνο αν η ανταμοιβή είναι επαρκής, εν αντιθέσει με την πραγματικότητα η οποία συστηματικά παραβιάζει αυτές τις υποθέσεις.

Ο τομέας των οικονομικών καθυστέρησε να δεχτεί την πιθανότητα οι οικονομικές αποφάσεις να είναι προβλέψιμα μεροληπτικές. Παλαιότερα, οι υποστηρικτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής συχνά θεωρούνταν αιρετικοί, και μόνο κατά την τελευταία δεκαετία, η απόδειξη ότι η ψυχολογία και τα συναισθήματα επηρεάζουν τις οικονομικές αποφάσεις, άρχισε να γίνεται πιο πειστική. Οι υποστηρικτές είναι πλέον οραματιστές.

Χρηματοοικονομικοί οικονομολόγοι τώρα συνειδητοποιούν ότι οι επενδυτές ενδέχεται να είναι παράλογοι. Πράγματι, σφάλματα προβλέψιμων αποφάσεων από τους επενδυτές μπορούν να επηρεάσουν τη λειτουργία των αγορών. Οι συμβολές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής περιλαμβάνουν:

1. Τεκμηρίωση της πραγματικής συμπεριφοράς του επενδυτή
2. Τεκμηρίωση των προτύπων τιμής που φαίνονται ασυνεπή με τα παραδοσιακά μοντέλα των ορθολογικών επενδυτών
3. Παροχή νέων θεωριών για να εξηγήσουν αυτές τις συμπεριφορές και τα πρότυπα.

Τα συλλογιστικά σφάλματα των ανθρώπων επηρεάζουν τις επενδύσεις τους και τελικά τον πλούτο τους. Οι επενδυτές παρόλο που κατανοούν τα εργαλεία της επένδυσης μπορούν ακόμη να αποτύχουν αν επιτρέψουν τις ψυχολογικές προκαταλήψεις να ρυθμίζουν τις αποφάσεις τους. Γνωρίζοντας αυτά τα συλλογιστικά σφάλματα είναι το πρώτο βήμα για να τ' αποφύγεις. Το κοινό πρόβλημα όμως που εμφανίζεται, είναι η υπερεκτίμηση της ακρίβειας και η σπουδαιότητα της πληροφορίας.

Ουσιαστικά, διακρίνονται δύο ευρείες κατηγορίες συμπεριφορικών μεροληπτικών σφαλμάτων: τα γνωστικά και τα συναισθηματικά. Και στις δύο περιπτώσεις το αποτέλεσμα είναι η πραγματοποίηση μη ορθολογικών επενδυτικών επιλογών. Τα γνωστικά σφάλματα προέρχονται από στατιστικά λάθη, λάθη στην επεξεργασία των πληροφοριών, από κενά μνήμης και υποσυνείδητες νοητικές διεργασίες για την επεξεργασία των πληροφοριών, που παρατηρούνται σε κάθε άνθρωπο. Από την άλλη μεριά υπάρχει και το συναισθηματικό σφάλμα που μπορεί να ορισθεί σαν μία νοητική κατάσταση που δημιουργείται αυθόρμητα και χωρίς συνειδητή προσπάθεια αφού πολλές φορές μπορεί τα συναισθήματα να είναι ανεπιθύμητα ή ανεξέλεγκτα. Όταν το συναίσθημα επηρεάζει τους επενδυτές, λαμβάνουν μη ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις, που βασίζονται στην παρόρμηση και όχι στην ανάλυση των δεδομένων.

Μια διαφορετική προσέγγιση στην ψυχολογία της επένδυσης είναι να κατηγοριοποιήσουμε τις συμπεριφορικές μεροληψίες με βάση την πηγή τους. Ορισμένα γνωστικά σφάλματα προέρχονται από:

- αυτό-εξαπάτηση, η οποία συμβαίνει επειδή οι άνθρωποι τείνουν να σκέφτονται ότι είναι καλύτεροι απ' ό,τι στην πραγματικότητα είναι.
- ευρετική απλοποίηση, επειδή περιορισμοί στους γνωστικούς πόρους (όπως μνήμη, προσοχή) εξαναγκάζουν τον εγκέφαλο να απλοποιεί σύνθετες αναλύσεις.
- διάθεση ατόμου, που μπορεί να ξεπεράσει την αιτία.

Ανθρώπινη αλληλεπίδραση και επιπτώσεις από ομότιμους είναι επίσης σημαντικές στη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Οι ανθρώπινες αλληλεπιδράσεις είναι πως οι άνθρωποι μοιράζονται πληροφορίες και επικοινωνούν συναισθήματα γι' αυτές τις πληροφορίες. Τα συνθήματα που λαμβάνονται για τις απόψεις και τα συναισθήματα των άλλων, επηρεάζουν τις αποφάσεις κάποιου.

Επενδυτικά σφάλματα και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Σύμφωνα με μια παλιά παροιμία της Wall Street, οι αγορές επηρεάζονται από δύο παράγοντες: τον φόβο και την απληστία. Αν και σε μεγάλο βαθμό αυτό είναι αληθές, η συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση είναι ιδιαίτερα υπεραπλουστευμένη, αφού δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι αγορές αποτελούνται από άτομα και το ανθρώπινο μυαλό είναι ιδιαίτερα πολυσύνθετο. Επιπλέον, τα συναισθήματα είναι τόσο πολύπλοκα ώστε ο φόβος και η απληστία αδυνατούν να περιγράψουν με ακρίβεια το σύνολο των ψυχολογικών παραγόντων που επηρεάζουν τα άτομα κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Όπως είναι γνωστό, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επιστήμη έχει επικεντρωθεί στην ανάπτυξη εργαλείων που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν. Η προσπάθεια αυτή αποδείχθηκε πολύ αποτελεσματική και αναδείχθηκαν χρήσιμα επενδυτικά εργαλεία όπως είναι τα υποδείγματα αποτίμησης αξιογράφων, η θεωρία χαρτοφυλακίου, το υπόδειγμα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας κ.λπ. Αν και οι επενδυτές θα έπρεπε να χρησιμοποιούν αυτά τα εργαλεία κατά τη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων, συνήθως δεν το πράττουν, καθώς φαίνεται ότι η ψυχολογία επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις σε μεγαλύτερο βαθμό από τη χρηματοοικονομική θεωρία. Ως αποτέλεσμα, συμπεριφορικά σφάλματα δυσχεραίνουν την επενδυτική διαδικασία, καθώς οι επενδυτές αλλά και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων (fund managers) διαπράττουν αποδεδειγμένα μια σειρά επενδυτικά σφάλματα όπως το σφάλμα οικειότητας (Familiarity Bias), το σφάλμα διατύπωσης (Framing), η αποστροφή απώλειας (Loss aversion), η υπεραντίδραση και η υποαντίδραση σε έκτακτα γεγονότα (Overreaction - Underreaction), η υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές μας (Overconfidence), η υπερβολική αντίδραση των μέσων ενημέρωσης σε διάφορα γεγονότα (Media response), η συμπεριφορά της αγέλης (Herding) κ.λπ. Η γνώση και ιδιαίτερα η κατανόηση αυτών των ψυχολογικών σφαλμάτων σε συνδυασμό με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική μπορεί να βοηθήσουν τους επενδυτές να αντιμετωπίσουν ακραίες καταστάσεις και να πάρουν τις βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις, επιτυγχάνοντας τελικά τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους.

Τα τελευταία χρόνια οι γνώσεις για την επενδυτική ψυχολογία έχουν αυξηθεί ταχύτατα, με τις εμπειρικές έρευνες να υλοποιούνται στα καλύτερα πανεπιστήμια του κόσμου όπως το Yale (καθηγητές κ. Robert Shiller, Nicholas Barberis), το Princeton (ο νομπελίστας κ. Daniel Kahneman), το Chicago Booth School of Business

(καθηγητής κ. Richard Thaler), αλλά και σε άλλα πανεπιστήμια της Αμερικής όπως το Washington State University (καθηγητής κ. John Nofsinger) και το Santa Clara University (καθηγητής κ. Hersh Shefrin) κ.λπ. Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (behavioral finance) λειτουργεί συμπληρωματικά, δεν αντικαθιστά τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία και φυσικά δεν αμφισβητεί την αξία και τη χρησιμότητα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής.

Γνωστικά σφάλματα

Οι επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους μέσα σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά πολύπλοκο και αβέβαιο. Μέσα σε αυτές τις συνθήκες όπου ο ντετερμινισμός αποτελεί πολυτέλεια ενώ τα στοχαστικά φαινόμενα κυριαρχούν, η ανθρώπινη κρίση πολλές φορές δεν λειτουργεί σωστά, και οι άνθρωποι παρασύρονται από αυταπάτες και διανοητικά σφάλματα. Ο ορθολογισμός και η αναλυτική σκέψη συχνά αντικαθίστανται από μεροληψίες και ψυχολογικούς περιορισμούς, που διαστρεβλώνουν την πραγματικότητα. Η επιστήμη της ψυχολογίας ισχυρίζεται πως τα άτομα διαμορφώνουν τις πεποιθήσεις τους βάσει κανόνων (heuristics) που τους οδηγούν σε σοβαρά γνωστικά λάθη.

Παρακάτω αναφέρονται οι πιο σημαντικές μεροληψίες στην κρίση των επενδυτών που οδηγούν σε σημαντικά επενδυτικά λάθη και μείωση της ευημερίας των επενδυτών.

1. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Η έννοια της αντιπροσωπευτικότητας αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως μέρος ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων, όπως το να διακρίνουν και να αντιλαμβάνονται μία σειρά τυχαίων γεγονότων ως επαναλαμβανόμενα γεγονότα (patterns) που πιθανότατα να μην ισχύουν (Kahneman και Tversky, 1974). Στις χρηματαγορές είναι σύνηθες φαινόμενο οι επενδυτές να προτιμούν μετοχές οι οποίες στο παρελθόν να είχαν μια σειρά καλών αποδόσεων, ελπίζοντας πως αυτό θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Οι συνέπειες μιας τέτοιας λανθασμένης πεποίθησης οδηγεί τους επενδυτές να δίνουν πολύ μεγάλο βάρος σε πρόσφατες πληροφορίες σχετικά με μια μετοχή ή να θεωρούν ένα μικρό δείγμα στοιχείων ως αντιπροσωπευτικό του συνόλου πληθυσμού των στοιχείων που έχουν στη διάθεσή τους.

1.1. Αντιπροσωπευτικότητα και Εξοικείωση

Ψυχολογική έρευνα έχει δείξει ότι ο εγκέφαλος χρησιμοποιεί συντομεύσεις για να μειώσει το περίπλοκο της ανάλυσης πληροφοριών. Αυτές οι συντομεύσεις επιτρέπουν τον εγκέφαλο να παράγει μια εκτίμηση της απάντησης πριν την πλήρη αφομοίωση όλων των απαραίτητων πληροφοριών. Δυο παραδείγματα συντομεύσεων είναι γνωστά ως αντιπροσωπευτικότητα και εξοικείωση. Χρησιμοποιώντας αυτές τις συντομεύσεις επιτρέπεται στον εγκέφαλο να οργανώσει και να κατεργαστεί γρήγορα μεγάλες ποσότητες πληροφοριών. Όμως, αυτές οι συντομεύσεις δυσκολεύουν επίσης τους επενδυτές για να αναλύσουν καινούριες πληροφορίες σωστά και μπορεί να οδηγήσουν σε ανακριβή συμπεράσματα.

1.2. Αντιπροσωπευτικότητα και Επένδυση

Ο εγκέφαλος κάνει την υπόθεση ότι πράγματα που μοιράζονται παρόμοιες ιδιότητες είναι σχεδόν ίδια. Η αντιπροσωπευτικότητα είναι κρίση που βασίζεται σε στερεότυπα. Οι άνθρωποι κάνουν λάθη αντιπροσωπευτικότητας σε χρηματοοικονομικές αγορές. Ταξινομώντας τις καλές μετοχές ως εταιρείες με ιστορικό σταθερής αύξησης κερδών, αγνοείται το γεγονός ότι μερικές εταιρείες μπορεί να περιέχουν τα υψηλά επίπεδα ανάπτυξης που έχουν επιτευχθεί το παρελθόν. Η δημοτικότητα αυτών των εταιρειών οδηγούν τις τιμές υψηλότερα. Ωστόσο, με την πάροδο του χρόνου, καθίσταται προφανές ότι οι επενδυτές έχουν γίνει αισιόδοξοι στην πρόβλεψη μελλοντικής ανάπτυξης, και η τιμή της μετοχής πέφτει. Αυτό είναι γνωστό ως υπερβολική αντίδραση. Οι καλές εταιρείες δεν κάνουν πάντα καλές επενδύσεις. Επενδυτές συχνά πιστεύουν λαθεμένα ότι η παρελθούσα λειτουργική απόδοση της εταιρείας είναι αντιπροσωπευτική της μελλοντικής απόδοσης, και αγνοούν πληροφορίες. Οι επενδυτές επίσης κάνουν το λάθος να «κυνηγούν» τους νικητές και να αγοράζουν εταιρείες που η τιμή τους έχει κινηθεί προς τα πάνω. Όμως οι χαμένες εταιρείες τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις τα επόμενα τρία χρόνια κατά 30%.

Συνοπτικά, οι επενδυτές ερμηνεύουν την παρελθούσα λειτουργία των επιχειρήσεων και την παρελθούσα απόδοση των μετοχών ως αντιπροσωπευτικές των μελλοντικών προσδοκιών. Δυστυχώς, οι εταιρείες τείνουν να αναρρώνουν με την πάροδο του χρόνου, καθώς οι εταιρείες που αναπτύσσονται γρήγορα βρίσκουν ότι ο ανταγωνισμός αυξάνεται κι έτσι μειώνουν το ποσοστό της ανάπτυξης τους. Απογοητευμένοι οι επενδυτές, στη συνέχεια συνειδητοποιούν ότι η μετοχή τους δεν απέδωσε όπως περίμεναν.

2. Αγκίστρωση (Anchoring)

Η προσκόλληση/αγκίστρωση αποτελεί μία πνευματική διεργασία συντόμευσης που σκοπό έχει να απλοποιήσει πολύπλοκα προβλήματα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Τα άτομα προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα και βασίζουν την κρίση τους με βάση κάποια συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί. Μέσα από μία τέτοια διεργασία συντόμευσης προκύπτουν λάθη. Και αυτό γιατί τα άτομα τείνουν να επηρεάζονται κυρίως από προηγούμενες τιμές του στοιχείου που αξιολογούν ή τείνουν να έχουν στο μυαλό τους κατά τη διαδικασία αξιολόγησης μερικά σημεία αναφοράς ή προσκόλλησης. Οι Kahneman και Tversky (1973) θεωρούν ότι όταν τα άτομα διαμορφώνουν εκτιμήσεις συχνά ξεκινούν από μία αυθαίρετη τιμή και μετά υιοθετούν μία διαδικασία προσαρμογής. Αυτή η προσαρμογή είναι συνήθως ανεπαρκής. Όταν τα άτομα δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση για ένα μέγεθος είναι δυνατόν να επηρεαστούν έντονα και να προσκολληθούν σε τυχαία γεγονότα/αριθμούς.

3. Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Biases)

Όταν τα άτομα εξετάζουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος, συχνά προσπαθούν να θυμηθούν εμπειρίες τους από αντίστοιχα γεγονότα του παρελθόντος για σχετικές πληροφορίες. Ακόμη και αν αυτό αποτελεί μία απολύτως λογική διαδικασία, μπορεί να οδηγήσει σε λάθος εκτιμήσεις επειδή δεν είναι όλες οι αναμνήσεις ανακτήσιμες ή διαθέσιμες (Kahneman and Tversky, 1974). Η Μεροληψία Διαθεσιμότητας ορίζεται συχνά και ως η τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες από όσο πρέπει στο πιο έντονο ή συναισθηματικά φορτισμένο ενδεχόμενο. Μια πληροφορία θεωρείται μεροληπτική αν περιέχει χαρακτηριστικά που τραβούν την προσοχή ή δημιουργούν διασυνδέσεις τις οποίες τείνουν να θυμούνται τα άτομα. Έτσι, τα άτομα προβαίνουν συχνά σε μεροληπτικές κρίσεις σχετικά με την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στην μνήμη τους παρόμοια γεγονότα. Αυτό οδηγεί στο να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε γεγονότα που μπορούν να ανακαλέσουν από τη μνήμη τους ή σε πληροφορίες που έχουν κάνει μεγάλη εντύπωση. Η επανάληψη μιας πληροφορίας μπορεί να την κάνει διαθέσιμη στην μνήμη των επενδυτών και εσφαλμένα να τη θεωρήσουν σωστή. Σύμφωνα με τον M. Pomprian (2006), υπάρχουν πολλοί τύποι μεροληψιών διαθεσιμότητας από τους οποίους αυτοί που ανταποκρίνονται επαρκώς στην επενδυτική συμπεριφορά είναι: η ανάκτηση

(retrievability), η κατηγοριοποίηση (categorization) , η περιορισμένη εμπειρία (narrow range of experience) και η απήχηση (reasonance).

4. Πλαισίωση ή Διατύπωση (Framing)

Οι ορθολογικοί επενδυτές αποφασίζουν για τις επενδυτικές τους επιλογές με βάση τις πιθανότητες και αναλύοντας τα πράγματα σε βάθος ώστε να αυξάνουν τα κέρδη τους και να μειώνουν τον κίνδυνο. Ωστόσο, τις περισσότερες φορές οι άνθρωποι παραπλανούνται από την διατύπωση του προβλήματος και οδηγούνται σε λανθασμένες κινήσεις. Το φαινόμενο της διατύπωσης λοιπόν, αναφέρεται στην τάση των ατόμων κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων να ανταποκρίνονται διαφορετικά βασιζόμενα στον τρόπο με τον οποίο μία επιλογή παρουσιάζεται (διατυπώνεται). Έτσι, ο τρόπος που διατυπώνεται ένα πρόβλημα ή θέμα, επηρεάζει τις πιθανές δράσεις των ατόμων. Το πρόβλημα αυτό έχει γίνει το βασικό θέμα συζήτησης πολλών αναλυτών και η ύπαρξή του παραβιάζει την παραδοσιακή προοπτική της ορθολογικής επιλογής, η οποία υποθέτει ανεξαρτησία του πλαισίου αναφοράς του προβλήματος, δηλαδή ότι η πλαισίωση δεν επηρεάζει την απόφαση. Οι Kahneman και Tversky (1982), έδειξαν ότι υπάρχουν συστηματικές αλλαγές στις προτιμήσεις όταν το ίδιο πρόβλημα παρουσιάζεται με διαφορετικό τρόπο.

5. Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Ο Thaler (1985) περιγράφει τη νοητική λογιστική ως μία τάση των ατόμων να κωδικοποιούν, να κατηγοριοποιούν και να αξιολογούν οικονομικές εκροές ομαδοποιώντας τα χρεόγραφα τους σε έναν αριθμό νοητικών λογαριασμών. Είναι δηλαδή, ένα σύνολο γνωστικών διεργασιών, σύμφωνα με το οποίο ο ανθρώπινος νους προσπαθεί να οργανώσει και να αξιολογήσει τις οικονομικές του δραστηριότητες δημιουργώντας νοητούς λογαριασμούς και τοποθετώντας κάθε απόφαση σε έναν ξεχωριστό λογαριασμό. Ο κάθε νοητός λογαριασμός περιλαμβάνει τα κόστη και τα οφέλη που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη απόφαση. Η νοητική λογιστική αποτελεί μέρος της θεωρίας των προσδοκιών και ουσιαστικά τα άτομα τείνουν να χωρίζουν αποφάσεις που θα έπρεπε να συνδυάζονται. Όταν το αποτέλεσμα ανατεθεί σ' ένα νοητικό φάκελο, είναι δύσκολο να δεις αυτό το αποτέλεσμα με άλλο τρόπο. Οι διακλαδώσεις της νοητικής λογιστικής είναι ότι επηρεάζει τις αποφάσεις σου με απρόβλεπτους τρόπους. Η βασική ιδέα είναι ότι οι λήπτες αποφάσεων τείνουν να τοποθετούν τους διαφορετικούς τύπους επενδυτικών κινδύνων που συναντούν σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς και έπειτα

εφαρμόζουν τους κανόνες των αποφάσεων της θεωρίας των προσδοκιών σε κάθε λογαριασμό αγνοώντας πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους.

5.1 Νοητική Κατάρτιση του προϋπολογισμού

Οι άνθρωποι χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικούς προϋπολογισμούς για να παρακολουθούν και να ελέγχουν τα έξοδα τους. Ο εγκέφαλος χρησιμοποιεί νοητικούς λογαριασμούς για να συσχετίσει τα πλεονεκτήματα της κατανάλωσης με τα κόστη. Η νοητική κατάρτιση του προϋπολογισμού ταιριάζει το συναισθηματικό πόνο με τη συναισθηματική χαρά.

Ένας σημαντικός παράγοντας στην «προπληρωμής ή χρηματοδότησης» απόφαση είναι το ποσό της απόλαυσης που πρόκειται να παραχθεί από την αγορά. Η σκέψη να πληρώνεις για ένα αντικείμενο κατά τη διάρκεια που το αντικείμενο χρησιμοποιείται μειώνει την απόλαυση της χρήσης αυτού του αντικειμένου.

5.2 Νοητική Λογιστική και Επένδυση

Η νοητική διαδικασία του διαχωρισμού κάθε επένδυσης σε ξεχωριστούς νοητικούς λογαριασμούς, μπορεί δυσμενώς να επηρεάσει τον πλούτο του επενδυτή με διάφορους τρόπους.

Πρώτον, οι επενδυτές αποφεύγουν να πωλούν μετοχές με απώλειες διότι δεν επιθυμούν να βιώσουν το συναισθηματικό πόνο της λύπης. Η πώληση αυτών των μετοχών «κλείνει» το νοητικό λογαριασμό, προκαλώντας λύπη. Οι άνθρωποι μπορεί να συνδυάζουν τους ξεχωριστούς νοητικούς λογαριασμούς σε απώλειες θέσεων και να τους κλείνουν μια και καλή ώστε να ελαχιστοποιήσουν τη λύπη τους.

Η νοητική λογιστική μπορεί επίσης να εξηγήσει γιατί πολλοί επενδυτές δεν επενδύουν στη χρηματιστηριακή αγορά, ακόμη κι αν οι μετοχές έχουν μεγάλη απόδοση. Αυτό συμβαίνει διότι ο κίνδυνος στην αγορά αυτή έχει σχεδόν μηδενική συσχέτιση με οποιοδήποτε άλλο οικονομικό ρίσκο. Συνεπώς, προσθέτοντας έστω κι ένα μικρό ποσό του κινδύνου χρηματιστηριακής αγοράς, παρέχεται διαφοροποίηση του συνολικού οικονομικού ρίσκου.

Η νοητική λογιστική επηρεάζει ακόμη και τις αντιλήψεις των κινδύνων χαρτοφυλακίου. Η τάση να παραβλέπεις την αλληλεπίδραση μεταξύ των επενδύσεων προκαλεί τους επενδυτές να αντιλαμβάνονται σωστά τον κίνδυνο της προσθήκης μιας ασφάλειας για ένα υπάρχον χαρτοφυλάκιο.

5.3 Επίδραση στην αγορά

Η νοητική λογιστική θέτει τα θεμέλια για διαχωρισμό διαφορετικών επενδύσεων σε ξεχωριστούς λογαριασμούς, καθένας από τους οποίους πρέπει να εξεταστεί μεμονωμένα. Ένα σημείο αναφοράς σε κάθε λογαριασμό καθορίζει αν η τρέχουσα θέση θεωρείται κέρδος ή απώλεια. Αυτή η νοητική λογιστική μετά επιτρέπει την εφαρμογή άλλων ψυχολογικών προκαταλήψεων.

6. Γνωστική Ασυμφωνία (Cognitive Dissonance)

Η γνωστική ασυμφωνία είναι το σφάλμα κατά το οποίο τα άτομα συνηθίζουν να υπερτιμούν τις ικανότητές τους, με αποτέλεσμα οτιδήποτε πλήττει αυτήν τους την άποψη να το απορρίπτουν προκειμένου να παραμείνουν στην εντύπωση της ισχυρής αυτοεκτίμησης. Ερμηνεύει τη διαγραφή πληροφοριών από το μυαλό των ατόμων όταν αυτές δεν συμβαδίζουν με την προσωπική και ιδίως με την κατασταλαγμένη άποψη τους. Οι ψυχολόγοι Hillel Einhorn και Robin Hogarth το 1978 θέλησαν να υποστηρίξουν τα παραπάνω λέγοντας πως τα άτομα αισθάνονται μεγαλύτερη αβεβαιότητα προτού κάνουν μια επενδυτική κίνηση από ότι νιώθουν μετά την εκτέλεσή της, όπου πλέον είναι σχεδόν βέβαιοι για την τελική θετική της έκβαση. Ακόμη κι αν νέες πληροφορίες διαφοροποιούν τα δεδομένα, αυτοί εμμένουν στις απόψεις τους διατηρώντας την αυτοπεποίθησή τους στο υψηλό επίπεδο που οι ίδιοι επιθυμούν. Το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό είναι που ευθύνεται πολλές φορές και για την αναποφασιστικότητα που δείχνουν οι επενδυτές. Συγκεκριμένα τα άτομα φοβούνται πως εάν μια πρόβλεψη επενδυτικής κίνησης αποδειχθεί αποτυχημένη πιθανόν να ταραχθεί η αυτοεκτίμησή τους. Αυτός ο φόβος εμφανίζεται πρωτογενώς αλλά και δευτερογενώς, αφού δηλαδή έχει επενδύσει το άτομο και αντιλαμβάνεται πως η επένδυσή του δεν πάει όπως είχε προβλέψει. Τότε αντί να αναδιαρθρώσει το χαρτοφυλάκιό του παίρνοντας νέες αποφάσεις βάσει και των νέων πληροφοριών και των νέων δεδομένων, απλώς εθελουφλεί στη νέα πραγματικότητα βλέποντας το χαρτοφυλάκιό του να υποχωρεί, ή να μην αποδίδει. Κατά την συγκεκριμένη συμπεριφορά έχουμε και τη λειτουργία της επιλεκτικής μνήμης σύμφωνα με την οποία οι άνθρωποι φέρνουν στο προσκήνιο όχι μόνο τις πρόσφατες εμπειρίες και πληροφορίες, όπως συνήθως λειτουργούν αλλά και αυτές οι οποίες βοηθούν την αναβάθμιση των επιλογών τους.

6.1 Γνωστική ασυμφωνία και λήψη απόφασης

Ψυχολόγοι έχουν μελετήσει συγκεκριμένες συνέπειες προβλημάτων μνήμης. Η γνωστική ασυμφωνία συμβαίνει όταν ο εγκέφαλος πασχίζει με δυο αντίθετες ιδέες. Για να αποφευχθεί αυτός ο ψυχολογικός πόνος, οι άνθρωποι τείνουν να αγνοούν, να απορρίπτουν ή να υποτιμούν κάθε πληροφορία που έρχεται σε σύγκρουση με τη θετική εικόνα του εαυτού τους. Απόδειξη που δεν μπορεί να αμφισβητηθεί στεγάζεται από μια αλλαγή στις πεποιθήσεις. Οι πεποιθήσεις των ανθρώπων μπορούν να αλλάξουν για να συνεπείς με τις αποφάσεις του παρελθόντος και να νιώθουν ότι έχουν πάρει τις σωστές αποφάσεις. Η αποφυγή της γνωστικής ασυμφωνίας μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία λήψης απόφασης με δυο τρόπους. Πρώτον, οι άνθρωποι μπορεί να αποτύχουν να πάρουν σημαντικές αποφάσεις επειδή είναι άβολο να συλλογιστούν αυτή την κατάσταση και δεύτερον το φιλτράρισμα των καινούριων πληροφοριών περιορίζει την ικανότητα να εκτιμήσουν και να ελέγξουν τις αποφάσεις επενδύσεων. Για να μειωθεί η γνωστική ασυμφωνία, ο εγκέφαλος του επενδυτή θα φιλτράρει ή θα μειώσει την αρνητική πληροφόρηση και θα καθλώσει στη θετική πληροφόρηση. Συνεπώς, η μνήμη παρελθούσας εμπειρίας του επενδυτή είναι καλύτερη από την πραγματική παρελθούσα επίδοση. Με λίγα λόγια, ο επενδυτής βλέπει τον εαυτό του σαν καλό επενδυτή, οπότε η μνήμη της παρελθούσας επενδυτικής επίδοσης προσαρμόζεται ώστε να συνάδει με την εικόνα του εαυτού του, καθώς θυμάται ότι έχει πράξει σωστά ανεξαρτήτως πραγματικής επίδοσης.

Συναισθηματικά σφάλματα

Τα άτομα όπως έχει ήδη αναφερθεί δεν συνηθίζουν να λειτουργούν ορθολογικά, αλλά με υποκειμενικά κριτήρια τα οποία βασίζονται σε πτυχές του χαρακτήρα τους. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός της επιδείνωσης αυτής της μη ορθολογικής αντίδρασης κατά τις περιόδους αβεβαιότητας. Τα κυριότερα συναισθήματα που διακατέχουν τους επενδυτές είναι ο φόβος και η απληστία, συναισθήματα τα οποία σε τέτοιες περιόδους γίνονται απολύτως κυρίαρχα, αναδεικνύοντας το άγχος και τον πανικό.

Τα συναισθήματα αποτελούν σημαντικό μέρος της διαδικασίας λήψης απόφασης. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για αποφάσεις που περιλαμβάνουν ένα μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας, όπως οι αποφάσεις επενδύσεων. Συναισθήματα σε βάθος ή διάθεση, μπορούν επίσης να επηρεάσουν τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις. Αυτό λέγεται προκατάληψη με λαθεμένη απόδοση, δηλαδή η καλή διάθεση μπορεί να κάνει τον επενδυτή πιο αισιόδοξο για την εκτίμηση μιας επένδυσης. Η διάθεση του επενδυτή μπορεί να επηρεαστεί και από την ηλιοφάνεια, καθώς τις ηλιόλουστες μέρες, οι επενδυτές είναι πιο πιθανό να αγοράσουν μετοχές παρά να πωλήσουν. Η διάθεση όμως μπορεί να επηρεαστεί και αρνητικά από παράγοντες όπως διεθνείς αθλητικοί αγώνες, καθώς οι ψυχολόγοι έχουν βρει ότι καρδιακά ατυχήματα, εγκλήματα και αυτοκτονίες έχουν αυξηθεί λόγω ηττών σε αγώνες, και από το σεληνιακό κύκλο, αφού το φεγγάρι σχετίζεται με τη ψυχική διαταραχή. Μερικές φορές, το συναίσθημα μπορεί να ξεπεράσει τη λογική σε αυτή τη διαδικασία. Η πολλή αισιοδοξία οδηγεί τους επενδυτές να υποτιμούν τον κίνδυνο και να υπερεκτιμούν την αναμενόμενη απόδοση. Οι αισιόδοξοι επενδυτές τείνουν να αναζητούν μετοχές με καλό ιστορικό, και είναι λιγότερο κρίσιμοι. Οι απαισιόδοξοι τείνουν να είναι πιο αναλυτικοί. Εκτεταμένα, η υπερβολική αισιοδοξία μπορεί να οδηγήσει σε φούσκα τιμών.

Οι κυριότερες αιτίες που οδηγούν τα άτομα στην λανθασμένη αυτή τακτική είναι:

1. Υπεραυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Έχει αποδειχθεί ότι τα άτομα έχουν μία τάση να υπερεκτιμούν τις δυνατότητές τους και τις προβλέψεις τους για επιτυχημένες επενδύσεις (Ricciardi & Simon 2000). Ο Mahajan (1992), ορίζει την υπέρ-αυτοπεποίθηση ως μία υπερεκτίμηση των πιθανοτήτων για ένα σύνολο γεγονότων. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση προκύπτει όταν υπερβάλλουμε για τις προβλεπτικές μας ικανότητες και αγνοούμε την επίδραση αλλαγών ή εξωτερικών συνθηκών. Αυτό οδηγεί σε υποεκτίμηση της μεταβλητότητας

των εκροών. Τα άτομα τείνουν να υπερεκτιμούν τις γνώσεις και δυνατότητές τους και ιδιαίτερα σε τομείς που θεωρούν τους εαυτούς τους “ειδικούς”. Ωστόσο, σύμφωνα με τους Alpert και Raiffa (1982), η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους για να προβλέψουν μεγέθη τους οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, μπορεί ενίοτε να καθορίζεται και από δυο άλλους παράγοντες: κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν και εσωτερική πληροφόρηση. Οι επενδυτές μπορεί να αποκτήσουν υπέρ-αυτοπεποίθηση μετά από πολλές επιτυχίες στο παρελθόν (Gervais και Odean, 2001). Μια παρενέργεια αυτού του χαρακτηριστικού της συμπεριφοράς είναι και η “ψευδαίσθηση του ελέγχου” (illusion of control), δηλαδή είναι η τάση που έχουν τα άτομα να πιστεύουν ότι έχουν τον έλεγχο ή ότι μπορούν να επηρεάσουν γεγονότα πάνω στα οποία δεν έχουν καμία πραγματική επιρροή (Langer, 1975). Η “ψευδαίσθηση του ελέγχου”, μπορεί να δημιουργήσει αναισθησία στην υποδοχή νέων πληροφοριών, να εμποδίσει τη γνώση και να προδιαθέσει μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου.

1.1 Υπεραυτοπεποίθηση και Επένδυση

Ψυχολόγοι έχουν υποστηρίξει ότι η αυτοπεποίθηση οδηγεί τους ανθρώπους να υπερεκτιμούν τη γνώση τους, να υποεκτιμούν τα ρίσκα και να μεγαλοποιούν την ικανότητα τους να ελέγχουν γεγονότα, με αποτέλεσμα να επηρεάζουν το οικονομικό μέλλον τους.

Μερικά συμπεράσματα από έρευνες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι έχουν πιο πολύ αυτοπεποίθηση όταν αισθάνονται ότι έχουν τον έλεγχο του αποτελέσματος. Ακόμη κι αν δεν έχουν πληροφόρηση, πιστεύουν ότι οι μετοχές που κατέχουν θα αποδώσουν καλύτερα σε σχέση με αυτές που δεν έχουν. Όμως αυτό δεν είναι τίποτε άλλο από μια ψευδαίσθηση ότι έχουν τον έλεγχο της απόδοσης της μετοχής μόνο και μόνο επειδή είναι ιδιοκτήτες της. Η επένδυση είναι μια δύσκολη διαδικασία γιατί εκτός της συλλογής πληροφοριών, περιλαμβάνει και την απόφαση που πρέπει να πάρεις, βασισμένη στην ανάλυση των πληροφοριών αυτών.

Η αυτοπεποίθηση οδηγεί στο να παρερμηνεύει την ακρίβεια της πληροφορίας μας και να υπερεκτιμά την ικανότητα μας στο να την αναλύσουμε. Αυτό συμβαίνει μετά από μια επιτυχία μας. Η «αυτο-απόδοση» προκατάληψη οδηγεί τους ανθρώπους να πιστεύουν ότι οι επιτυχίες οφείλονται στην ικανότητα μας, ενώ η αποτυχία συμβαίνει λόγω κακής τύχης. Έτσι, μετά από κάποια επιτυχία στην αγορά, οι επενδυτές μπορεί να αποκτήσουν υπεραυτοπεποιθητική συμπεριφορά.

Η αυτοπεποίθηση μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές σε φτωχές εμπορικές αποφάσεις, οι οποίοι συχνά δηλώνουν τους εαυτούς τους να πραγματοποιούν

υπερβολικές συναλλαγές, να παίρνουν ρίσκα και τελικά να υποστούν απώλειες χαρτοφυλακίου. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση αυξάνει το ποσό που διαπραγματεύονται κι αυτό γιατί νιώθουν πιο σίγουροι για τις απόψεις τους. Οι απόψεις των επενδυτών προέρχονται από τις πεποιθήσεις τους όσον αφορά την ακρίβεια της πληροφόρησης που αποκτούν και την ικανότητα τους να την ερμηνεύσουν. Έτσι πιστεύουν πιο πολύ στην αξία της δικιάς τους μετοχής και ανησυχούν λιγότερο για τις πεποιθήσεις των άλλων.

Έρευνες έχουν δείξει ότι οι άντρες έχουν πιο πολύ αυτοπεποίθηση στην ικανότητα τους να λαμβάνουν αποφάσεις σε σχέση με τις γυναίκες, κι έτσι οι πρώτοι διαπραγματεύονται πιο συχνά (μάλιστα, το ποσοστό αυτό είναι μεγαλύτερο στους ελεύθερους απ' ότι στους παντρεμένους άντρες). Είναι πιθανό όμως αυτό να ισχύει επειδή οι άντρες είναι πιο καλά πληροφορημένοι κι έτσι να έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Η αυτοπεποίθηση οδηγεί σε πιο τακτές επενδύσεις αλλά και στην αγορά λαθεμένων μετοχών. Αν η συνολική αγορά μετοχών αυξηθεί, πολλοί επενδυτές μπορεί να αποδώσουν την επιτυχία τους στη δικιά τους ικανότητα κι έτσι αποκτούν αυτοπεποίθηση με αποτέλεσμα να διαπραγματεύονται στην αγορά ολοένα και περισσότερο με τον όγκο των μετοχών ν' αυξάνεται.

Η αυτοπεποίθηση επηρεάζει και το ρίσκο του επενδυτή. Ωστόσο όμως, παρερμηνεύει το επίπεδο του ρίσκου που παίρνει ο επενδυτής. Τα χαρτοφυλάκια αυτών των επενδυτών έχουν περισσότερα ρίσκα και αυτό επειδή έχουν την τάση να αγοράζουν μετοχές με μεγαλύτερο ρίσκο, γενικά μικρών, νέων εταιριών και επειδή έχουν την τάση να υποδιαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους. Αντιλαμβάνονται όμως τις δράσεις τους ως λιγότερο ριψοκίνδυνες απ' ότι στην πραγματικότητα είναι.

1.2 Πηγές υπεραυτοπεποίθησης

Η υπεραυτοπεποίθηση προέρχεται από την ψευδαίσθηση της γνώσης, δηλαδή από την τάση των ανθρώπων να πιστεύουν ότι η ακρίβεια των προβλέψεων τους αυξάνεται με την περισσότερη πληροφόρηση και ότι με την περισσότερη πληροφορία αυξάνεται η γνώση κάποιου για κάτι και βελτιώνει τις αποφάσεις του. Αυτό όμως δε συμβαίνει πάντοτε. Χρησιμοποιώντας το διαδίκτυο, οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε τεράστιες ποσότητες πληροφοριών, είτε αυτά είναι ιστορικά δεδομένα είτε τρέχοντα. Όμως οι περισσότεροι ανεξάρτητοι επενδυτές στερούνται την εκπαίδευση και την εμπειρία των επαγγελματιών επενδυτών με συνέπεια να είναι λιγότερο σίγουροι στο πώς να ερμηνεύσουν την πληροφορία. Αυτό σημαίνει ότι η πληροφορία δεν τους δίνει τόση γνώση για την κατάσταση όση εκείνοι νομίζουν επειδή δε γνωρίζουν πώς να την μεταφράσουν κατάλληλα.

Ένας άλλος σημαντικός ψυχολογικός παράγοντας είναι και η ψευδαίσθηση του ελέγχου. Οι άνθρωποι συχνά πιστεύουν ότι έχουν επίδραση στο αποτέλεσμα ανεξέλεγκτων γεγονότων. Τα κλειδιά που αποδίδονται στη ψευδαίσθηση αυτή είναι η επιλογή (επιλέγω εγώ, όχι τυχαία επιλογή), η συνέχεια του αποτελέσματος (αρχικά θετικά αποτελέσματα δίνουν μεγαλύτερη ψευδαίσθηση του ελέγχου απ' ότι αντίστοιχα αρνητικά), η οικειότητα του περιβάλλοντος, η πληροφορία (όσο μεγαλύτερη ποσότητα, τόσο μεγαλύτερη ψευδαίσθηση του ελέγχου διότι δε γνωρίζουμε με σιγουριά την ακρίβεια της πληροφορίας) και η ενεργός ανάμειξη (όταν ένα άτομο συμμετέχει σε μια σημαντική διαπραγμάτευση, τότε η αίσθηση ότι έχει τον έλεγχο είναι μεγαλύτερη). Επίσης, η αυτοπεποίθηση μαθαίνεται μέσω παλαιών επιτυχιών. Κατά τις ανατιμητικές αγορές (bull markets) οι ανεξάρτητοι επενδυτές θα απέδιδαν την επιτυχία τους στις δικές τους ικανότητες με αποτέλεσμα να εμπορεύονται και να παίρνουν μεγαλύτερο ρίσκο σε αυτές τις αγορές σε σύγκριση με τις υποτιμητικές αγορές (bear markets).

Συνοψίζοντας, οι ανεξάρτητοι επενδυτές μπορεί να έχουν αυτοπεποίθηση για τις ικανότητες τους, τη γνώση και τις μελλοντικές προσδοκίες. Η αυτοπεποίθηση οδηγεί σε υπερβολική συναλλαγή που μειώνει τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου κι αυτό εξαιτίας του κόστους προμηθειών που σχετίζεται με υψηλά επίπεδα εμπορεύματος και την κλίση να αγοράζεις μετοχές που υποαποδίδουν τις μετοχές που έχουν πωληθεί. Επίσης, οδηγεί σε μεγαλύτερο ρίσκο κατά τη διάρκεια της υποδιαφοροποίησης και εστίαση στην επένδυση σε μικρές επιχειρήσεις με υψηλό beta κινδύνου. Τέλος, η τάση να χρησιμοποιείται σε απευθείας σύνδεση χρηματιστηριακούς λογαριασμούς, κάνει τους επενδυτές να είναι πιο βέβαιοι από ποτέ.

2. Εξοικείωση (Familiarity)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση να δείχνουν προτίμηση σε ό,τι τους είναι οικείο. Η οικειότητα δημιουργεί την αίσθηση της σιγουριάς, της άνεσης και της ασφάλειας. Έτσι, οι άνθρωποι προτιμούν πράγματα που είναι οικεία σε αυτούς. Όταν έχουν να αντιμετωπίσουν δυο επικίνδυνες επιλογές, τις οποίες γνωρίζουν τη μία περισσότερο από την άλλη, τότε θα επιλέξουν εκείνη που είναι πιο οικεία σε αυτούς. Επίσης, οι επενδυτές είναι πιο οικείοι με τη δική τους εγχώρια αγορά παρά με τη ξένη. Η εξοικείωση κάνει τους επενδυτές να είναι πιο βέβαιοι για τις οικείες μετοχές, κρίνοντας τους πιο αισιόδοξους για την αναμενόμενη απόδοση και ρίσκο. Η εξοικείωση όμως φέρνει και προβλήματα, καθώς οι άνθρωποι είναι πιο εξοικειωμένοι

με την εταιρεία στην οποία εργάζονται και προκαλεί τους υπαλλήλους να επενδύσουν τα χρήματα τους στις μετοχές της εταιρείας. Αυτό οδηγεί σε έλλειψη διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Συχνά, οι υπάλληλοι αναμιγνύουν τις προκαταλήψεις οικειότητας με το να τις συνδυάζουν με αυτές της αντιπροσωπευτικότητας.

3. Αισιοδοξία / Θετική σκέψη (Optimism, Wishful Thinking)

Τα περισσότερα άτομα επιδεικνύουν ρόδινες απόψεις για τις πιθανότητες και τις προοπτικές πραγματοποίησης γεγονότων (Weinstein, 1980). Πολλοί αισιοδοξοί επενδυτές πιστεύουν ότι δεν θα συμβούν σε αυτούς κακές επενδύσεις. Τέτοιες πεποιθήσεις μπορούν να καταστρέψουν χαρτοφυλάκια επειδή τα άτομα αποτυγχάνουν να συνειδητοποιήσουν το γεγονός ότι μπορεί να συμβεί το αντίθετο από αυτό που περιμένουν (M.Pompien ,2006). Οι Kahneman, Tversky ορίζουν την αισιοδοξία ως μία τάση των επενδυτών να εστιάσουν σε εσωτερικές απόψεις παρά σε εξωτερικές κάτι που είναι πιο πρότερον στη λήψη αποφάσεων. Οι εσωτερικές απόψεις βασίζονται σε τρέχουσες καταστάσεις και αντικατοπτρίζουν προσωπική ανάμειξη.

Στα πλαίσια του σφάλματος της υπερβολικής αισιοδοξίας οι άνθρωποι συχνά υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους, την πιθανότητα το αποτέλεσμα των επιλογών τους να είναι θετικό και την ικανότητά τους να μπορούν να επηρεάσουν θετικά το μέλλον, υποεκτιμώντας τον παράγοντα τύχη καθώς και τους κινδύνους που ελλοχεύουν.

4. Υπερηφάνεια και Λύπη

Οι άνθρωποι αποφεύγουν πράξεις που δημιουργούν λύπη (συναισθηματικός πόνος που προέρχεται συνειδητοποιώντας ότι μια προηγούμενη απόφαση αποδείχθηκε κακή) και ψάχνουν δράσεις που προκαλούν υπερηφάνεια (συναισθηματική χαρά όταν συνειδητοποιείς ότι μια απόφαση σου αποδείχθηκε καλή). Υπάρχουν δυο ειδών λύπες, της παράλειψης και της διάπραξης, η οποία είναι πιο ισχυρή από την πρώτη. Οι επενδυτές συχνά μετανιώνουν για πράξεις που έχουν αναλάβει, αλλά σπάνια μετανιώνουν γι' αυτές που δεν έχουν διαπράξει.

Οικονομολόγοι έχουν δείξει ότι επενδυτές που φοβούνται τη λύπη και αναζητούν την υπερηφάνεια, είναι προδιατεθειμένοι να πωλούν κερδισμένες μετοχές πολύ νωρίς και να κρατούν τις χαμένες για καιρό, για να αποφύγουν το αίσθημα της λύπης. Αυτό συμβαίνει διότι η φορολογία των κεφαλαιακών κερδών οδηγεί την πώληση των

χαμένων μετοχών να είναι στρατηγική μεγιστοποίησης πλούτου. Επίσης, η πρόωρη πώληση των κερδισμένων μετοχών υποδηλώνει ότι αυτές οι μετοχές θα συνεχίσουν να αποδίδουν καλά μετά που θα πωληθούν, ενώ η διατήρηση των μετοχών που έχουν σταδιακή μείωση της τιμής τους, για μεγάλο χρονικό διάστημα, υπαινίσσεται ότι οι μετοχές θα συνεχίσουν να αποδίδουν ανεπαρκώς.

Ο φόβος της λύπης και η αναζήτηση της υπερηφάνειας βλάπτουν τον πλούτο των επενδυτών με δυο τρόπους. Πρώτον, επειδή οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα σε φόρους καθώς πωλούν τις κερδισμένες και όχι τις χαμένες μετοχές, και δεύτερον, οι επενδυτές κερδίζουν χαμηλότερη απόδοση στο χαρτοφυλάκιο τους επειδή πωλούν τις κερδισμένες νωρίς και κρατούν τις χαμένες που έχουν χαμηλή απόδοση για καιρό. Ένα χαρακτηριστικό της λύπης είναι ότι όταν λάβεις μια απώλεια αποθεμάτων, οι επενδυτές αισθάνονται μεγαλύτερη λύπη αν η απώλεια αυτή μπορεί να συνδεθεί με τη δική τους απόφαση. Ωστόσο, αν οι επενδυτές αποδώσουν την απώλεια σε αίτια που είναι εκτός του ελέγχου τους, τότε το αίσθημα της λύπης είναι ασθενέστερο.

5. Αποστροφή Ζημίας (Loss Aversion)

Η συνάρτηση χρησιμότητας των Kahneman και Tversky δείχνει ασυμμετρία μεταξύ των χρησιμότητων που τα άτομα ενσωματώνουν στα κέρδη και στις ζημίες. Αυτή η ασυμμετρία καλείται αποστροφή ζημίας και σαν έννοια εκφράστηκε πρώτη φορά στην μελέτη τους το 1979. Ουσιαστικά αναφέρεται στο γεγονός ότι η πιθανότητα ζημίας έχει διπλάσια δυναμικότητα σαν κινητήριο δύναμη από ότι η πιθανότητα κέρδους ίδιας αναλογίας. Σύμφωνα με αυτούς, τα άτομα σταθμίζουν όλα τα ενδεχόμενα κέρδη ή ζημίες σε σχέση με κάποιο σημείο αναφοράς (Thaler R.H., Kahneman D., Tversky A., Schwartz, 1997). Η αποστροφή της ζημίας είναι συνεπώς ένα από τα βασικότερα και πλέον κοινά χαρακτηριστικά των ατόμων, ιδιαίτερα στις επενδύσεις. Η ζημιά δημιουργεί πολλά αρνητικά συναισθήματα στα άτομα κλονίζοντας πολλές φορές και την αυτοπεποίθηση των ατόμων. Ωθεί σε αυτοκριτική πολλές φορές σκληρότερη από την ανεκτή, ενώ πλήττει και την εικόνα του ατόμου προς τους τρίτους. Όσες περισσότερες ζημίες έχει καταγράψει ένας επενδυτής τόσο πιο επιφυλακτικός γίνεται με συνέπεια το χάσιμο σημαντικών πιθανά ευκαιριών. Η αποστροφή της ζημίας είναι λοιπόν κυρίαρχο στοιχείο στην ψυχολογία των επενδυτών. Έτσι, επενδυτές οι οποίοι έχουν υποστεί ζημίες κατά το παρελθόν, γίνονται πολύ επιφυλακτικοί στις μελλοντικές τους επιλογές και οι κινήσεις τους διακρίνονται από έντονο συντηρητισμό. Αποφεύγουν τον κίνδυνο (snake-bit effect),

γιατί φοβούνται ότι ρισκάροντας θα υποστούν και πάλι ζημιές καθώς επίσης και τα δυσάρεστα συναισθήματα που αυτές συνεπάγονται.

6. Αποστροφή Μετάνοιας (Regret Aversion)

Η μετάνοια αναφέρεται στην ευθύνη που προκύπτει από το γεγονός ότι έπρεπε να κάνουμε κάτι και δεν το κάναμε. Η μετάνοια τονίζει τα λάθη μας. Τα άτομα προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν την μετάνοια προσπαθώντας να επιβεβαιώσουν πληροφορίες, δεδομένα και βλέποντας ότι και άλλοι πήραν την ίδια απόφαση. Μέσω της μετάνοιας το άτομο μπορεί να μάθει από λάθη του παρελθόντος. Η μετάνοια περιλαμβάνει όχι μόνο τον πόνο της οικονομικής (υλικής) ζημίας αλλά και το αίσθημα ευθύνης για την επιλογή αυτή. Η αποστροφή από αυτό το συναίσθημα θεωρείται ως αιτία της αναβλητικότητας των ατόμων να πουλάνε μετοχές που παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, στην προσπάθειά τους να αποφύγουν την καταγραφή ζημιών. Ο Bell (1982), περιέγραψε την αποστροφή μετάνοιας σαν ένα συναίσθημα που προκύπτει συγκρίνοντας μία δεδομένη εκροή ή κατάσταση γεγονότων με την κατάσταση μίας επερχόμενης επιλογής. Η μετάνοια είναι πιο ισχυρή όταν τα άτομα κάνουν λανθασμένες κινήσεις που οδηγούν σε άσχημα αποτελέσματα παρά όταν τα άτομα δεν κάνουν κινήσεις και η μη κίνηση οδηγεί σε άσχημα αποτελέσματα. Μάλιστα προκειμένου να αποφύγουν αυτό το συναίσθημα οι άνθρωποι μπορεί να πάρουν αποφάσεις που δεν είναι ορθολογικές. Οι καταστάσεις πανικού μπορούμε να πούμε ότι βασίζονται σε ένα συνδυασμό μετάνοιας και συμπεριφοράς αγέλης. Σε μία κρίση, όπου κυριαρχούν απαισιόδοξα μηνύματα, εναγωνίως ψάχνουμε κάποιον να επιβεβαιώσει τις πεποιθήσεις μας. Για να ελαχιστοποιήσουμε την απώλεια, ακολουθούμε τη συμπεριφορά του πλήθους και οδηγούμαστε σε κινήσεις πανικού.

7. Συμπεριφορά Αγέλης (Herding)

Αποτελεί έναν τύπο συμπεριφοράς βασισμένης σε εμπειρικούς κανόνες, η οποία θεωρεί ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα όσων λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον (Banerjee, 1992). Από πολλούς συγγραφείς η συμπεριφορά της αγέλης θεωρείται ότι αποτελεί μία ψυχολογική τάση, βαθιά ριζωμένη στην ανθρώπινη φύση. Βασίζεται στην κοινωνική πίεση που ασκείται στα άτομα για συμβιβασμό και αντικατοπτρίζει την ασφάλεια που τους παρέχει το πλήθος. Ψυχολογικά πειράματα αποδεικνύουν ότι όταν ένα άτομο απαντήσει μόνο του κάποιες ερωτήσεις δίνει τις σωστές απαντήσεις, ενώ όταν ενταχθεί σε κάποια ομάδα που δίνει εσκεμμένα λάθος απαντήσεις τότε τείνει να δίνει και αυτό λάθος

απαντήσεις. Σύμφωνα με τον Shiller (2001), αυτό συμβαίνει γιατί το άτομο φοβάται να εκφράσει άποψη διαφορετική από αυτή του πλήθους. Το να ακολουθείς το πλήθος σε όλες τις εκδηλώσεις της ανθρώπινης ζωής αλλά κυρίως στις επενδυτικές επιλογές, σε βοηθά να εξοικονομείς χρόνο, αφού δεν χρειάζεται να προβαίνεις ο ίδιος σε εκτενείς αναλύσεις. Επίσης, προφυλάσσει τους ανθρώπους από συναισθήματα πόνου και μετάνοιας αφού η λανθασμένη επιλογή είναι λιγότερο επώδυνη, όταν ξέρει κανείς ότι το ίδιο λάθος έκαναν και πολλοί άλλοι. Έτσι, δεν τίθεται θέμα αμφισβήτησης των ικανοτήτων του ατόμου αλλά απλώς αρνητική πορεία μεγάλου τμήματος της αγοράς. Μια άλλη σημαντική παράμετρος της συμπεριφοράς της αγέλης αποτελεί το γεγονός της προφορικής επικοινωνίας των ατόμων (word of mouth). Τα άτομα επηρεάζονται περισσότερο από τον κοινωνικό τους περίγυρο. Η μόδα αποτελεί μια ήπια έκφανση του φαινομένου της συμπεριφοράς της αγέλης, ενώ οι χρηματιστηριακές φούσκες αποτελούν παραδείγματα αγελαίας συμπεριφοράς ισχυρής μορφής.

Η ψυχολογία της αγέλης μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφικά αποτελέσματα, αφού οι άνθρωποι δε δρουν ορθολογικά, παίρνουν αποφάσεις με μεγάλη ταχύτητα και δε λαμβάνουν υπόψη τους τις βάσιμες και σοβαρές οικονομικές πληροφορίες.

8. Αποτέλεσμα Κληροδοτήματος (Endowment effect)

Οι άνθρωποι όταν έρχονται αντιμέτωποι με νέες επιλογές, συχνά μένουν προσκολλημένοι στο ήδη υπάρχον «status quo». Αγοράζουν τις ίδιες μάρκες προϊόντων, μένουν στην ίδια δουλειά, επενδύουν στις ίδιες εταιρείες. Οι άνθρωποι επιθυμούν να μένουν τα πράγματα στη ζωή τους όπως είναι. Ένα από τα μεροληπτικά σφάλματα που συνδέονται με αυτήν την τάση των ανθρώπων είναι το αποτέλεσμα κληροδοτήματος. Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να απαιτούν συχνά πολύ περισσότερα για την πώληση ενός προϊόντος από όσα θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να το αγοράσουν. Σύμφωνα με αυτό, το άτομο αξιολογεί διαφορετικά ένα προϊόν, ανάλογα με την πλευρά από την οποία το προσεγγίζει, αν δηλαδή είναι ο πωλητής ή ο αγοραστής αυτού. Συνήθως τα άτομα υπερτιμολογούν αυτό που πωλούν, ενώ αντίθετα υποτιμολογούν αυτό που αγοράζουν.

9. Αυτοέλεγχος (Self-control)

Οι άνθρωποι σε όλη τη διάρκεια της ζωής τους, έρχονται συχνά αντιμέτωποι με το δίλημμα να επιλέξουν ανάμεσα σε αποφάσεις που κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη στο παρόν και αποφάσεις που θα κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη στο μέλλον. Η χρυσή τομή είναι να μπορέσει κανείς να ισορροπήσει ανάμεσα στις δύο αυτές επιλογές. Στον τομέα των επενδύσεων, οι άνθρωποι συχνά παρασύρονται από τα συναισθήματά τους και χάνουν τον αυτοέλεγχο. Ο πόνος της μετάνοιας, η αποστροφή της ζημιάς κάνουν συχνά τους ανθρώπους να κρατούν μετοχές με απώλειες για μεγάλο χρονικό διάστημα και να πωλούν πολύ γρήγορα μετοχές με κέρδη.

Συνοψίζοντας λοιπόν, τα άτομα παρασύρονται όταν κινούνται μέσα σε πιο μακροπρόθεσμα χρονικά διαστήματα. Το φυσιολογικό προβάδισμα που έχουν οι τρέχουσες από τις μελλοντικές ανάγκες καλείται να εξισορροπήσει ο αυτοέλεγχος. Οι άνθρωποι έχουν την τάση να δείχνουν επιείκεια κατά την διάρκεια μιας προσπάθειας που καταβάλουν ώστε να επιτύχουν κάποιο στόχο. Ο αυτοέλεγχος κατά συνέπεια είναι το χαρακτηριστικό του ατόμου που απαιτείται για την διατήρηση της δυναμικής αυτών των στόχων, την μη παρέκκλιση από αυτούς αλλά και την δυνατότητα να ολοκληρώνουν αυτόνομα τα προγραμματισμένα σχέδιά τους.

9.1 Αυτοέλεγχος και λήψη απόφασης

Το πρόβλημα του αυτοέλεγχου αποτελεί την αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο εαυτών ενός ατόμου: ο αρμόδιος για το σχεδιασμό και ο πράτων. Ο πράτων επιθυμεί να καταναλώσει τώρα αντί για αργότερα και χρονοτριβεί σε δυσάρεστες εργασίες. Ο αρμόδιος για το σχεδιασμό επιθυμεί να αποταμιεύσει για μεταγενέστερη κατανάλωση και ολοκληρώνει τις δυσάρεστες εργασίες τώρα. Αυτή η διαμάχη μεταξύ επιθυμίας και δύναμης της θέλησης συμβαίνει επειδή οι άνθρωποι επηρεάζονται από μακροπρόθεσμες ορθολογικές ανησυχίες και περισσότερο από βραχυπρόθεσμους συναισθηματικούς παράγοντες. Ευτυχώς, οι άνθρωποι αναγνωρίζουν την πραγματικότητα ότι είναι ευαίσθητοι στην ασθενή δύναμη της θέλησης και στα κίνητρα των αποφάσεων, και γνωρίζουν ότι χρειάζονται βοήθεια με τον αυτοέλεγχο.

Οι περισσότεροι άνθρωποι επιθυμούν να διατηρήσουν τον αυτοέλεγχο τους και να θέσουν σε εφαρμογή αποφάσεις που παρέχουν οφέλη με την πάροδο του χρόνου. Ωστόσο, συχνά αναγνωρίζουν ότι η επιθυμία τους είναι πιο δυνατή από τη δύναμη της θέλησης, συνεπώς χρησιμοποιούν πολλές τεχνικές για να δυναμώσουν τη δύναμη της θέλησης. Αυτές οι τεχνικές κατηγοριοποιούνται σε εμπειρικούς κανόνες

και στον έλεγχο του περιβάλλοντος. Επίσης, οι άνθρωποι συχνά επιθυμούν να υφίστανται κόστη ώστε να διατηρήσουν τον αυτοέλεγχο τους.

Υπάρχουν και στρατηγικές για να ξεπεραστούν οι ψυχολογικές προκαταλήψεις:

- Να κατανοείς τις προκαταλήψεις, για να τις αποφύγεις.
- Να γνωρίζεις το λόγο που επενδύεις, για να εδραιώσεις συγκεκριμένους στόχους και τρόπους για να τους αντιμετωπίσεις.
- Να έχεις ποσοτικά επενδυτικά κριτήρια, για να αποφύγεις να επενδύσεις στο συναίσθημα, στη φήμη, στις ιστορίες και άλλους ψυχολογικούς παράγοντες. Ακόμη κι αν χρησιμοποιούνται ποσοτικά κριτήρια, η ποιοτική πληροφόρηση είναι εξίσου σημαντική.
- Να διαφοροποιείς, έχοντας στην κατοχή σου διαφορετικούς τύπους μετοχών, έχοντας μικρό ποσοστό από την εταιρεία που εργάζεσαι και επενδύοντας ακόμη και σε ομόλογα, ώστε να αποφευχθούν τραγικές απώλειες. Επίσης, η διαφοροποίηση αποτελεί ασπίδα κατά των ψυχολογικών προκαταλήψεων της κατάσχεσης και της εξοικείωσης.
- Να ελέγχεις το επενδυτικό σου περιβάλλον, μειώνοντας τις δραστηριότητες που μεγεθύνουν τις ψυχολογικές προκαταλήψεις, ελέγχοντας τις μετοχές μια φορά το μήνα, κάνοντας συναλλαγές μόνο μία φορά το μήνα και την ίδια ημέρα του μήνα, και να αναθεωρείς το χαρτοφυλάκιο σου ετησίως για να δεις πως αυτό παρατάσσεται με τους στόχους σου.

Μια επιτυχημένη επένδυση είναι περισσότερο από το να γνωρίζεις απλά τις μετοχές. Πράγματι, η κατανόηση του εαυτού είναι εξίσου σημαντική. Οι «γνώστες» επενδυτές συχνά αποτυγχάνουν επειδή επιτρέπουν τις ψυχολογικές προκαταλήψεις τους να ελέγχουν τις αποφάσεις τους.

Η πρόκληση για τους ανθρώπους στη χρηματοοικονομική βιομηχανία είναι να αναπτύξει περισσότερα προγράμματα με τα οποία οι ψυχολογικές προκαταλήψεις των ανθρώπων να βοηθούν τους ίδιους για να λάβουν σωστές αποφάσεις και όχι λαθεμένες.

Κοινωνική αλληλεπίδραση και Επένδυση

Η κοινωνική δικτύωση επιτρέπει τη γρήγορη συναλλαγή πληροφοριών, απόψεων, και συναισθημάτων, κάτι που είναι σημαντικό για την αγορά μετοχών και τις επενδύσεις. Οι χρηματιστές συνομιλούν με πελάτες και άλλους μεσίτες, οι αναλυτές επικοινωνούν με στελέχη και διευθυντές, και συγκροτούν τοπικές ομάδες και ενώσεις για να αλληλεπιδρούν μεταξύ τους, οι θεσμικοί επενδυτές διαμορφώνουν ομάδες για να μοιραστούν πληροφορίες, και οι μεμονωμένοι επενδυτές συζητούν με οικογένειες, γείτονες, συνάδελφους και φίλους για επενδύσεις.

Η επίδραση της κοινωνικής αλληλεπίδρασης μεγεθύνεται όταν το άτομο βρίσκεται στο σωστό περιβάλλον, δηλαδή σε περιβάλλον με επενδυτές μέσα.

Κοινωνικό Περιβάλλον

Το κοινωνικό περιβάλλον επιδρά στις επενδυτικές αποφάσεις. Το μέγεθος της επίδρασης εξαρτάται από το επίπεδο εκπαίδευσης των μελών της ομάδας, τα επίπεδα μισθών ή και τα δύο.

Ένα μεγάλο μέρος του κοινωνικού περιβάλλοντος είναι τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, με ποικίλους χώρους και παρουσιάσεις, που συναγωνίζονται για να τραβήξουν την προσοχή. Προσπαθώντας να προσελκύσουν τα ενδιαφέροντα και συναισθήματα των ατόμων, τα μέσα απλά συρρέουν προς τις ενεργές επενδυτικές αποφάσεις για επιλογή μετοχών και εκλογή χρόνου της αγοράς.

Επίσης, με την κοινωνική δικτύωση δημιουργούνται αγέλη, δηλαδή κοινωνικές μορφές συναίνεσης. Το πρόβλημα με την αγέλη είναι ότι μεγεθύνει τις ψυχολογικές προκαταλήψεις, καθώς προκαλεί τον επενδυτή να λάβει αποφάσεις που βασίζονται στο αίσθημα της αγέλης και όχι στην αυστηρότητα μιας επίσημης ανάλυσης. Ενώ οι άνθρωποι επενδύουν με την αγέλη, επενδύουν στην αρχή της πίστης και όχι λόγω επιμέλειας.

Η αγέλη και η υπερβολική αντίδραση προκαλούνται όχι εξαιτίας νέας οικονομίας ή νέων τεχνολογιών αλλά εξαιτίας της ανθρώπινης ψυχολογίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΦΗΜΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

«Ένας έμπορος μπορεί, όταν πρόκειται για φήμες στα χρηματιστήρια, να μην εμπιστεύεται ούτε τον ίδιο τον πατέρα του.»

Andri Kostolany

Εισαγωγή

Μια φήμη μπορεί να είναι παντού, οποιαδήποτε στιγμή, σε οποιοδήποτε μέρος. Θεωρείται ως κάτι μυστήριο, σχεδόν μαγικό. Μια φήμη παράγει συχνά μια υπνωτική επίδραση. Συναρπάζει, συντρίβει, παγιδεύει και ανακατώνει τα μυαλά των ανθρώπων. Οι φήμες είναι το παλαιότερο μέσο μαζικής επικοινωνίας στον κόσμο και είναι ακόμα δύσκολες να ελεγχθούν. Τι είναι τόσο ειδικό για τις φήμες, που οι άνθρωποι γίνονται έτσι συγκινημένοι, ανήσυχοι και νευρικοί; Γιατί οι επιχειρήσεις απελευθερώνουν δελτία Τύπου που δηλώνουν, «Δε σχολιάζουμε τις φήμες»; Οι άνθρωποι δε γνωρίζουν πάρα πολλά γι' αυτό το σημαντικό κοινωνικό φαινόμενο, ειδικά από επιστημονική άποψη. Πού αρχίζει, πώς αναπτύσσεται, πού και πότε τελειώνει; Πώς διαφοροποιείται από το κουτσομπολιό, τους μύθους και τις συνηθισμένες πληροφορίες; Πώς οι φήμες διαδίδονται, πότε είναι αυτοί πιστευτοί και τι είδους αντίκτυπο μπορεί να έχουν; Ο καθένας θεωρεί ότι είναι σε θέση να αναγνωρίσει μια φήμη όταν βρίσκονται αντιμέτωποι με μία, αλλά κανένας δεν μπορεί να δώσει ένα σαφή ορισμό γι' αυτή. Όσο περισσότερο σκέφτονται οι άνθρωποι για τις φήμες, τόσο περισσότερο συνειδητοποιούν πόσο δύσκολο είναι να τεθούν όρια σε αυτό που είναι και σε αυτό που δεν είναι. Γιατί είναι τόσο δύσκολο να συλληφθούν το ακριβές περιεχόμενο και οι λειτουργίες μιας φήμης; Υπάρχουν τουλάχιστον δύο πιθανές εξηγήσεις γι' αυτό το ερώτημα. Η πρώτη εξήγηση είναι ότι μια φήμη δεν είναι αισθητή από την αρχή ως το τέλος. Όταν οι άνθρωποι αρχίζουν να διαβάζουν μια φήμη, αυτή είναι συνήθως ήδη νεκρή ή στην τελική φάση. Σε πολλές περιπτώσεις θα είναι πολύ δύσκολο να ανακαλυφθεί η αφετηρία και η αναπτυξιακή διαδικασία της. Η δεύτερη πιθανή εξήγηση είναι ότι οι φήμες, τουλάχιστον μέχρι πριν μερικά έτη, έχουν περιλάβει μια ηθική πτυχή. Αυτή η προκατάληψη έχει κάνει τους ανθρώπους να σκέφτονται περισσότερο για την ηθική πλευρά μιας φήμης απ' ότι τις πραγματικές λειτουργίες της.

Ένα από τα πιο κεντρικά σημεία της Θεωρίας των Οικονομικών είναι τα οικονομικά της στοιχεία και πώς οι νέες πληροφορίες ενημερώνονται για την ανακατανομή των περιορισμένων πόρων. Οι φήμες είναι μια ειδική μορφή πληροφοριών όπου τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Δεδομένου ότι οι φήμες αφορούν όχι μόνο οικονομικά αλλά και ψυχολογικά και κοινωνιολογικά στοιχεία, είναι απαραίτητο να εφαρμοστεί μια διεπιστημονική προσέγγιση κατά την ανάλυση των φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ενώ η ατομική συμπεριφορά όταν βρίσκεται αντιμέτωπη με φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι μια πτυχή που πρέπει να αναλυθεί, ίσως πιο ενδιαφέρον να είναι η αναζήτηση για τους μηχανισμούς συμπεριφοράς σε συνολικό επίπεδο.

Δυστυχώς, από επιστημονική άποψη, οι φήμες δεν είναι πάρα πολύ γνωστές στις χρηματοπιστωτικές αγορές, παρόλο που έχουν μεγάλη ιστορία και είναι ένα αποτελεσματικό κανάλι επικοινωνίας, που εμφανίζεται σχεδόν σε καθημερινή βάση σε τεχνικά περιοδικά και εφημερίδες. Μία από τις δυσκολίες για την έρευνα σχετικά με τις φήμες είναι η πολυπλοκότητα τους στη φύση. Ένα δεύτερο επιχείρημα είναι η δυσκολία συγκέντρωσης ποιοτικών δεδομένων σχετικά με τις φήμες, ιδίως στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ορισμοί

Σύμφωνα με το λεξικό του Merriam-Webster, μία φήμη είναι:

1. Συζήτηση ή γνώμη, ευρέως διαδεδομένη χωρίς σαφής πηγή.
2. Μια δήλωση ή τρέχουσα έκθεση χωρίς γνωστή αρχή για την αλήθεια της.

Οι Allport και Postman (1947), δυο από τους πρωτοπόρους της έρευνας της φήμης, όντας επηρεασμένοι από τα γεγονότα του Β΄ Παγκόσμιου Πολέμου, όρισαν τη φήμη ως «πρώτη απ' όλα τα μη αυθεντικά κομμάτια της πληροφορίας υπό την έννοια ότι είναι στερημένη από ασφαλή πρότυπα απόδειξης». Ο Knapp (1944) ορίζει τη φήμη ως «μια πρόταση για την πεποίθηση τοπικής αναφοράς που διαδίδεται χωρίς επίσημη επιβεβαίωση». Οι Peterson και Gist (1951) βλέπουν τη φήμη ως «ένα μη επιβεβαιωμένο λογαριασμό ή εξήγηση των γεγονότων, που κυκλοφορεί από άτομο σε άτομο και αφορά ένα αντικείμενο, γεγονός ή θέμα δημόσιας ανησυχίας». Παρά το γεγονός ότι όλοι οι ορισμοί δεν είναι ίδιοι, περιέχουν στοιχεία που διαφοροποιούν μια φήμη από μια πληροφορία. Τα διαφορετικά χαρακτηριστικά είναι ότι μια φήμη: δεν επαληθεύεται, είναι τοπικής ή περιορισμένου χρόνου σημασίας ή ενδιαφέροντος, και προορίζεται αποκλειστικά για την πεποίθηση. Αναλυτικότερα:

1. Η φήμη είναι ένα κομμάτι πληροφορίας που έχει κακή επικύρωση δεδομένων. Μια φήμη μπορεί είτε να επιβεβαιωθεί ως αληθής είτε να αποδειχθεί ψευδής σε κάποιο σημείο στο μέλλον. Η σημαντική διαφορά από την πληροφορία είναι ότι η πληροφορία πάντα επιβεβαιώνεται αμέσως, ενώ οι φήμες όχι, αλλά μπορεί ή και δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί κάποια στιγμή στο μέλλον.
2. Η τοπική ή περιορισμένου χρόνου σημασία ή ενδιαφέρον της φήμης αναφέρεται στο «κοινό» του. Το κοινό της φήμης είναι οι άνθρωποι που βρίσκονται αντιμέτωποι με αυτήν. Οι φήμες αφορούν σε θέματα συνέπειας ή σημασίας. Οι άνθρωποι δε θέλουν μόνο να γνωρίζουν για τη συνέπεια της φήμης, αλλά να ξέρουν και τι σκέφτονται οι άλλοι άνθρωποι γι' αυτήν ώστε να προετοιμάσουν περαιτέρω ενέργειες.
3. Οι φήμες είναι δηλώσεις που προορίζονται κυρίως για την πεποίθηση: μπορεί να είναι αληθινές μπορεί και ψευδείς. Κάποιος πρέπει ενδεχομένως, να δώσει συνέχεια, ανάλογα με το τι πιστεύουν οι άλλοι. Υπό αυτή την έννοια, δε διαφέρουν από την επαληθευμένη πληροφορία. Επειδή οι φήμες είναι κατά κύριο λόγο για την πεποίθηση, αυτό το χαρακτηριστικό τις διακρίνει από άλλες ανεπίσημες πληροφορίες όπως κουτσομπολιό που προορίζεται πρωτίστως για να διασκεδάσει, λαογραφία και μύθους που είναι ιστορίες που δεν είναι απαραίτητο να είναι αλήθειες, αλλά έχουν ως στόχο να μεταφέρουν σημαντικές αλήθειες. Οι φήμες αντιθέτως, επιμένουν να τις λαμβάνουν κυριολεκτικά.

Τι ακριβώς είναι μια ανεπιβεβαίωτη πληροφορία; Στην καθημερινή ζωή οι άνθρωποι δύσκολα εξακριβώνουν πληροφορίες που έχουν δοθεί σε αυτούς. Όταν οι άνθρωποι διαβάζουν ένα άρθρο σε μια εφημερίδα, συνήθως πιστεύουν τους ανθρώπους που το έχουν γράψει και ότι το περιεχόμενο είναι αληθινό. Δεν έχουν απόδειξη ότι όντως είναι αλήθεια, αλλά υποθέτουν ότι έχει επαληθευτεί. Ως εκ τούτου, η εξακρίβωση των πληροφοριών είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με το πρόσωπο από το οποίο έλαβε τις πληροφορίες και ο οποίος υποτίθεται ότι το έχει ελέγξει. Αν δεν εμπιστεύονται το άτομο που έχει παράσχει την πληροφορία, θα αμφιβάλλον αν θα έχει επαληθευτεί. Συνεπώς, το κριτήριο του ελέγχου προϋποθέτει πάντα ένα ισχυρό υποκειμενικό στοιχείο. Ως αποτέλεσμα, κάθε ορισμός της φήμης που βασίζεται σε «ανεπιβεβαίωτη πληροφορία» οδηγεί σε μια λογική αδιέξοδο και δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί από τις άλλες πληροφορίες που κοινοποιούνται προφορικά από οποιοδήποτε μέσο μαζικής ενημέρωσης. Είναι τότε κάθε προφορικό κομμάτι πληροφοριών μια φήμη; Αυτό δεν έχει πολύ νόημα. Αν οι άνθρωποι ερωτηθούν: «Ποιες είναι οι τελευταίες φήμες;», τότε δε θέλουν να ακούσουν τις τελευταίες επίσημες πληροφορίες που έχουν απελευθερωθεί από ένα πρακτορείο ειδήσεων. Ένας λογικός ορισμός της

φήμης πρέπει να αποκλείσει την προφορική μετάδοση ενός μέρους της επίσημης πληροφορίας.

Ο πρώτος ορισμός μιας φήμης ενσωματώνει μια δυναμική άποψη που πηγάζει από τον Shibutani (1966). Αυτός ορίζει τη φήμη ως «μια επαναλαμβανόμενη μορφή επικοινωνίας μέσω της οποίας οι άνθρωποι αλιεύονται μαζί σε μια διαφορούμενη κατάσταση, προσπαθώντας να φτιάξουν μια λογική ερμηνεία με τη συγκέντρωση των πνευματικών τους πόρων». Κατά την άποψη του, οι φήμες είναι σαν αυτοσχέδια είδηση που προέρχεται από μια συλλογική διαδικασία διανομής. Σύμφωνα με εκείνον, μια φήμη βρίσκεται στον πάτο μιας σημαντικής και αμφιλεγόμενης περίπτωσης, παρατηρούμενη από τους ανθρώπους. Η φήμη είναι η περίληψη των ανθρώπινων πνευματικών πόρων για να επιτευχθεί μια ικανοποιητική ερμηνεία του γεγονότος. Συνεπώς, η φήμη είναι μια διαδικασία επεξεργασίας πληροφοριών καθώς και μια διαδικασία ερμηνείας και σχολιασμού. Η φήμη είναι μια συλλογική πράξη για να δώσει νόημα στα ανεξήγητα γεγονότα. Οι άνθρωποι συλλέγουν και σχολιάζουν τα νέα, δίνοντας μία ή δυο εξηγήσεις. Η ανάπτυξη του περιεχομένου της φήμης συνεπώς δεν μπορεί να αποδοθεί στην αποτελεσματικότητα της μνήμης, αλλά στην ανάπτυξη και συμβολή των παρατηρήσεων που έχουν διατυπωθεί κατά τη διάρκεια της διαδικασίας της φήμης. Σε περίπτωση που το κοινό θέλει να καταλάβει αλλά δε λαμβάνει επίσημες απαντήσεις, υπάρχουν οι φήμες. Οι φήμες είναι η μαύρη αγορά της πληροφορίας. Την ίδια στιγμή, ο ορισμός του Shibutani, αναφέρεται στο σχηματισμό και την ανάπτυξη της. Πρόκειται για τις φήμες που εξελίσσονται αμέσως μετά από ένα γεγονός. Αυτός ο ορισμός φαίνεται πολύ συγκεκριμένος. Οι φήμες δεν χρειάζονται ένα γεγονός που να θέλει να εξηγηθεί. Ορισμένες φήμες απλά συμβαίνουν αυθόρμητα ή ακόμα δημιουργούν γεγονότα από μόνες τους.

Δεν υπάρχει καμιά αυστηρή γραμμή μεταξύ φήμης και πληροφορίας. Η διαχωριστική γραμμή μεταξύ τους είναι υποκειμενική και το αποτέλεσμα της πεποίθησης κάποιου. Οι άνθρωποι αποκαλούν κάτι ως πληροφορία όταν το θεωρούν αληθινό ενώ το ονομάζουν φήμη όταν το κρίνουν ψευδές ή δεν επιβεβαιώνεται. Αν κάποιος είναι πεπεισμένος ότι μια φήμη είναι αληθινή, τότε θα πρέπει να θεωρηθεί ως πληροφορία. Όταν οι άνθρωποι έχουν αμφιβολίες, θα εξετάσουν το ίδιο μήνυμα ως μια φήμη. Αυτό είναι το παράδοξο που αφορά μια φήμη. Όταν το κοινό αναγνωρίζει τη φήμη ως «φήμη», αυτή δε θα εξαπλωθεί περαιτέρω. Αλλά αν δεν αναγνωρισθεί έτσι, μπορεί ακόμα να εξαπλωθεί. Οι άνθρωποι δεν έχουν πρώτα μια πεποίθηση για ένα μέρος των ειδήσεων και στη συνέχεια το καλούν ως φήμη ή όχι. Η ετικέτα είναι το αποτέλεσμα της καταδίκης της

πεποίθησης, η οποία είναι μια καθαρά υποκειμενική κρίση. Η φήμη από μόνη της είναι η ορατή μορφή μιας πεποίθησης. Συνεπώς, μια φήμη μπορεί να γίνει περισσότερο κατανοητή στην ύπαρξη της απ' ό,τι στο χαρακτήρα της.

Αν και το ζήτημα της αλήθειας ή του ψεύδους μιας φήμης ερωτείται πρωτίστως, δεν είναι η πιο σημαντική ερώτηση για να απαντηθεί προκειμένου να κατανοηθούν οι φήμες. Η ανάπτυξη μιας φήμης εξελίσσεται γιατί μερικοί άνθρωποι πιστεύουν ότι ένα μήνυμα είναι αρκετά σημαντικό για να το διαβιβάσουν στο κοινωνικό περιβάλλον τους. Η ενέργεια αυτή από μόνη της δεν οδηγεί σε κάποιο συμπέρασμα για το αν η φήμη είναι όντως αληθινή ή όχι. Η δυναμική μιας φήμης είναι ανεξάρτητη του προβλήματος της αλήθειας της. Γι' αυτό το λόγο ο Karferer (1966) ορίζει τη φήμη ως εξής: «Η φήμη είναι μια εμφάνιση και διάδοση της πληροφορίας σε έναν κοινωνικό οργανισμό που δεν έχει ούτε επιβεβαιωθεί από επίσημες πηγές ούτε απορριφθεί από αυτές». Δηλώνει τους λόγους για τον ορισμό του ως εξής: Το περιεχόμενο της φήμης δε διακρίνεται από την επαλήθευση της αλλά από την ανεπίσημη πηγή της. Η επαλήθευση του μηνύματος συνδέεται άρρηκτα με την αξιοπιστία του προσώπου. Αυτό είναι πολύ υποκειμενικό κριτήριο για να δικαιολογηθεί ένας ορισμός. Πράγματι, υπάρχει σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή μια κοινή ομοφωνία σχετικά με την ταυτότητα των «επίσημων» πηγών. Αν και οι άνθρωποι πιθανώς δεν εμπιστεύονται εντελώς αυτές τις επίσημες πηγές, εξακολουθούν να άρχονται να δίνουν εξηγήσεις. Συγκριτικά, το κουτσομπολιό είναι κάτι ήδη γνωστό και δεν προβλέπει ή έρχεται σε αντίθεση με επίσημες πηγές.

Ο Karferer έχει επικριθεί για τη δήλωση του ότι οι φήμες αναγνωρίζονται ως εκείνες «που δεν έχουν ακόμη επιβεβαιωθεί από τις επίσημες πηγές ή έχουν απορριφθεί από αυτές». Ο Schlieper-Damrich (2003) υποστηρίζει ότι στον ορισμό του Karferer, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης δεν θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως επίσημες πηγές. Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης είναι ικανά να διαδώσουν φήμες, αλλά σύμφωνα με τον ορισμό του Karferer οι επίσημες πηγές δεν μπορούν. Οι φήμες τότε θα μπορούσαν να εξαπλωθούν μόνο προφορικά ή μέσω ανεπίσημων μέσων μαζικής ενημέρωσης, όπως τα φυλλάδια.

Ο ορισμός του Karferer είναι σαφώς παρεξηγημένος. Η επιβεβαίωση ή απόρριψη μιας φήμης από επίσημες πηγές σχετίζεται μόνο με τις επίσημες πηγές από τις οποίες η φήμη επηρεάζεται. Αν ο ορισμός εφαρμόζεται με αυτό τον τρόπο, τότε τα μέσα μαζικής ενημέρωσης είναι σίγουρα ικανά για να διαδώσουν φήμες. Ο ορισμός του Karferer μπορεί να τροποποιηθεί με τον ακόλουθο τρόπο για λογαριασμό της κριτικής του Schlieper-Damrich: «Μια φήμη είναι η εμφάνιση και διάδοση των πληροφοριών σε έναν κοινωνικό οργανισμό που δεν έχει ούτε επιβεβαιωθεί ούτε απορριφθεί από επίσημες πηγές που την επηρεάζουν».

Οι Rosnow και Kimmel (2000) υποστηρίζουν για το δικό τους ορισμό ότι: μια φήμη είναι «μια μη επικυρωμένη πρόταση για πεποίθηση που φέρει το επίκαιρο ενδιαφέρον για τα πρόσωπα που συμμετέχουν ενεργά στη διάδοση της». Ο Kimmel υποστηρίζει επίσης ότι «το κλειδί είναι ότι η φήμη μπορεί τελικά να αποδειχθεί αληθινή ή ψευδής, αλλά μέχρι εκείνη τη στιγμή, η επικοινωνία σχετίζεται με τη δυναμική της φήμης. Μια ιστορία σε ευρεία κυκλοφορία που έχει επαληθευθεί επίσημα ως ψευδής μπορεί παρόλ' αυτά να θεωρηθεί ως φήμη, εφόσον υπάρχει υποψία για δυσπιστία της ως προς το περιεχόμενο της». Αυτή είναι μια σημαντική διαφορά από τον ορισμό του Karferer. Υποθέτει ότι η εξακρίβωση μιας φήμης από επίσημες πηγές γίνεται αμέσως αποδεκτή, ενώ ο Kimmel υποστηρίζει ότι αυτό δεν είναι απαραίτητο να συμβεί. Η φήμη ως εκ τούτου δε θεωρείται πλέον φήμη όταν η επαλήθευση της φήμης από επίσημες πηγές είναι γενικά αποδεκτή. Η δεύτερη μεγάλη διαφορά από τον ορισμό του Karferer έγκειται στο πέρασμα «για τα πρόσωπα που συμμετέχουν ενεργά στη διάδοση της». Ο Karferer δεν κάνει τη διάκριση μεταξύ των ανθρώπων που συμμετέχουν στη φήμη και εκείνων που δεν εμπλέκονται. Αυτό μπορεί να οδηγήσει, όπως υποστηρίζει ο Kimmel, σε διαφορετικές απόψεις για το αν μια είδηση είναι (ακόμη) να θεωρηθεί φήμη ή έχει εισέλθει στο στάδιο πιστοποιημένου μέρους πληροφοριών. Μόνο οι άνθρωποι που εμπλέκονται ενεργά στη διάδοση της φήμης μπορούν να την αντιληφθούν ως μια φήμη, καθότι από τη στιγμή που δεν υπάρχει διάχυση δεν υπάρχει και τίποτα να εξαπλωθεί, και η εξάπλωση αποτελεί ουσιαστικό συστατικό της φήμης.

Δομή των κατηγοριών, ειδήσεων, πληροφοριών και φημών

Οι τρεις διαφορετικές κατηγορίες μπορεί να δομηθούν όπως απεικονίζεται στον πίνακα που ακολουθεί. Οι ειδήσεις περιλαμβάνουν κάθε είδους μήνυμα, είτε αυτό επαληθεύεται είτε όχι. Η φήμη είναι ένα κομμάτι των ειδήσεων. Όταν οι φήμες εξελίσσονται, οι ειδήσεις ή τα μηνύματα διαδίδονται σε έναν κοινωνικό οργανισμό. Κάποια στιγμή, θα πρέπει να επιβεβαιωθούν ως αληθινές ή να απορριφθούν ως ψευδείς. Οι πληροφορίες από την άλλη πλευρά, πάντα επιβεβαιώνονται αμέσως. Υποτίθεται ότι είναι αληθινές εξ' ορισμού. Ως εκ τούτου, οι πληροφορίες δε χρειάζονται να επαληθεύονται.

Μια ανεπιβεβαίωτη είδηση που δεν έχει εισέλθει στο στάδιο της φήμης ονομάζεται «επικοινωνιακή σκέψη». Αυτή μπορεί να είναι κερδοσκοπικού χαρακτήρα, μπορεί να είναι μια ερμηνεία των υφιστάμενων πληροφοριών ή μπορεί να προέρχεται από οποιοδήποτε άλλο είδος δημιουργικής διαδικασίας.

Είδος σήματος	Εγκυρότητα σήματος	
	Πληροφορία	Φήμη
Ιδιωτικό Σήμα	Ιδιωτική πληροφορία	Ιδιωτική φήμη
Δημόσιο Σήμα	Δημόσια πληροφορία	Δημόσια φήμη

Τα σήματα μπορούν να ληφθούν ιδιωτικά ή δημόσια. Αν τα σήματα λαμβάνονται ιδιωτικά, τότε προκύπτουν ασυμμετρίες πληροφόρησης. Μερικοί άνθρωποι γνωρίζουν σε μια συγκεκριμένη στιγμή περισσότερα απ' ότι κάποιους άλλους. Εάν τα σήματα λαμβάνονται δημόσια, τότε ο καθένας λαμβάνει το σήμα ταυτόχρονα (συμμετρία πληροφόρησης). Αυτή η διάκριση είναι, σε σχέση με τις φήμες, σημαντική. Τα σήματα επηρεάζουν την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου και μπορούν να αναλυθούν αναλόγως. Το αντίκτυπο ενός σήματος ειδήσεων μπορεί να χωριστεί σε τρεις διαφορετικές διαστάσεις:

1. Μέγεθος: Οι ειδήσεις έχουν αξία. Η αξία των ειδήσεων καθορίζει το μέγεθος του σήματος.
Δεν υπάρχει καμία διαφορά όσον αφορά τις πληροφορίες και τις φήμες. Μια φήμη δε χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι έχει διαφορετικό μέγεθος από την πληροφορία.
2. Ακρίβεια: Ο βαθμός ετερογένειας των πεποιθήσεων και ερμηνειών καθορίζει την ακρίβεια της είδησης.
Η φήμη είναι λιγότερο ακριβής απ' ότι η πληροφορία. Η εγκυρότητα μιας φήμης σε σύγκριση με την πληροφορία είναι αβέβαιη.
3. Διάδοση: Η διάδοση αναφέρεται στο χρονικό διάστημα έως ότου η αξία των ειδήσεων να αντανακλάται πλήρως.
Μια φήμη χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι έχει εξαπλωθεί και ανακοινωθεί, ενώ με την πληροφορία αυτό δεν είναι απαραίτητο να συμβεί. Η «ταχύτητα» της φήμης καθορίζει τη διάρκεια της διαδικασίας διάδοσης.

Κατηγορίες φημών

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

1. Όταν το κοινό δεν λαμβάνει γρήγορες και σαφείς απαντήσεις σε ανοιχτά ερωτήματα. Διαμορφώνει την προσωπική του άποψη από καταστάσεις που οδηγούν σε φήμη. Η εμφάνισή τους πρέπει να είναι τυχαία και αναπτυσσόμενη. Το κοινό δημιουργεί και διαλέγει υποθέσεις που εμφανίζουν την υψηλότερη ικανοποίηση και τη μεγαλύτερη πιθανότητα να επαληθευτούν.
2. Σε αντίθεση με την παραπάνω περίπτωση μπορεί οι φήμες να έχουν εξαπλωθεί επίτηδες με σκοπό το κέρδος από ένα συγκεκριμένο γεγονός.
3. Μία πληροφορία που είναι δύσκολο να παρατηρηθεί ή ένα σήμα δημιουργεί μία φήμη. Το κοινό αντιδρά αυτόματα και με ένα υπερβολικό τρόπο σε αυτήν.
4. Επίσης, είναι πιθανό στην παραπάνω περίπτωση να διαδίδονται σίγουρες ερμηνείες πληροφοριών επίτηδες.
5. Η πέμπτη κατηγορία φήμης χαρακτηρίζεται από το γεγονός της αβέβαιης προέλευσης της φήμης. Είναι προϊόν της φαντασίας και συχνά δημιουργεί φόβο ή χαρά.
6. Σε αντίθεση με το παραπάνω, η φαντασία δημιουργεί φήμες που είναι πιο πιθανό να δημιουργούνται επίτηδες.

Οι αυθόρμητες φήμες που προκύπτουν από ένα γεγονός θεωρείται ότι αποτελούν την πλειοψηφία των φημών στις χρηματαγορές. Γενικά, οι φήμες της φαντασίας δεν είναι πιστευτές στην αγορά και άρα δεν είναι πολύ ρεαλιστικές. Τέλος, είναι πιθανό πολλές φήμες να διαδίδονται επίτηδες στην αγορά. Τα παραπάνω απεικονίζονται συνοπτικά στον εξής πίνακα:

Τρόπος εμφάνισης	Πηγή της φήμης		
	Από ένα γεγονός	Από μία λεπτομέρεια	Από τη φαντασία
Αυθόρμητα	1	3	5
Διαδιδόμενη επίτηδες	2	4	6

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

1. Γενικές φήμες δημόσιου χαρακτήρα.
2. Συγκεκριμένες φήμες δημόσιου χαρακτήρα.
3. Γενικές φήμες της αγοράς.
4. Συγκεκριμένες φήμες της αγοράς.

Έχουν γίνει διάφορες μελέτες αναφορικά με την επίδραση που έχει μία φήμη στο χρηματιστήριο. Στη βιβλιογραφία υπάρχουν διάφορες έρευνες που αποδεικνύουν την επίδραση της φήμης στις χρηματιστηριακές τιμές. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, συνδέοντας τη ψυχολογία, την κοινωνιολογία και τη χρηματοοικονομική, αποτελεί το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο για να εξηγήσει αυτό το φαινόμενο, αλλά και να προσφέρει το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο στους επενδυτές και διαχειριστές χαρτοφυλακίων.

Τα βασικά στοιχεία των φημών

Οι φήμες, οι πληροφορίες και τα κουτσομπολιά μπορούν να διακριθούν από τις ιδιότητες που κατέχουν. Οι ιδιότητες περιλαμβάνουν τη σημασία ή το ενδιαφέρον για το περιεχόμενο του μηνύματος, αν το μήνυμα υποστηρίζεται από την αλήθεια, αν η επικοινωνία είναι προσανατολισμένη στους ανθρώπους και τη συσχέτιση του μηνύματος. Η πρώτη και τελευταία δύο ιδιότητες μπορεί να διακρίνει μια φήμη από ένα κουτσομπολιά, ενώ η δεύτερη και τρίτη ιδιότητα μπορεί να διακρίνει μια φήμη από την πληροφορία.

Είναι προφανές ότι οι χρηματοοικονομικές φήμες έχουν πολλά κοινά με άλλες φήμες προσανατολισμένες σε επιχειρήσεις, ωστόσο μία διεξοδικότερη ανάλυση αποκαλύπτει κάποια σημαντικά διαφοροποιημένα χαρακτηριστικά. Αν και απαιτείται περαιτέρω έρευνα, φαίνεται ότι οι ανησυχίες που συνδέονται με μακροπρόθεσμους, υποκειμενικούς φόβους μπορεί να είναι λιγότερο πιθανό να αποτελούν πρωταρχική ώθηση για την πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών φημών. Μάλλον, είναι οι βραχυπρόθεσμες αβεβαιότητες της στιγμής ή η αμφισβητήσιμη ακρίβεια των πληροφοριών που λαμβάνονται μέσω ανεπίσημων καναλιών, που φαίνεται να είναι το κλειδί. Με άλλα λόγια, οι χρηματοοικονομικές φήμες είναι τόσο διαδεδομένες σε μεγάλο βαθμό λόγω του έντονου ενδιαφέροντος που τα ενδιαφερόμενα μέλη έχουν στο να γνωρίζουν τι πρόκειται να συμβεί στη συνέχεια και ποιες μπορεί να είναι οι συνέπειες των γεγονότων αυτών. Αυτό υποδηλώνει ότι ο καθοριστικός παράγοντας των χρηματοοικονομικών φημών ως προς το αντίκτυπο της αγοράς είναι η λειτουργία

τους που υφίσταται στην πληροφορία και η φαινομενική αξιοπιστία των πληροφοριών που έχουν στο χέρι.

Μερικές έμμεσες αποδείξεις για αυτές τις ιδέες λήφθηκαν σε μία προκαταρκτική εξέταση της έρευνας που αφορούσε 40 Γάλλους διαχειριστές του καταναλωτικού εμπορικού σήματος και ειδικούς της επικοινωνίας που πραγματοποιήθηκε πρόσφατα με τον καθηγητή του μάρκετινγκ Anne-François Audrain (Kimmel & Audrain, 2002). Τα αποτελέσματα της μελέτης εν μέρει αποκάλυψε ότι οι μεταβλητές σημαντικότητας (του περιεχομένου της φήμης) και ακρίβειας (πόσο ειλικρινής η φήμη αποδείχθηκε) ήταν οι ισχυρότεροι καθοριστικοί παράγοντες της συχνότητας των φημών στην αγορά που αναφέρθηκαν από όσους απάντησαν, με το άγχος προφανώς να διαδραματίζει σημαντικό αν και δευτερεύοντα ρόλο. Παρόλο που η εξέταση της έρευνας δεν ήταν ειδικά επικεντρωμένη στις χρηματοοικονομικές φήμες, μία πλειοψηφία των φημών που αναφέρονται από τους ερωτηθέντες αφορούσαν συγχωνεύσεις, εξαγορές, και τη χρηματιστηριακή αγορά. Ένα άλλο ενδιαφέρον εύρημα που προέκυψε από τη μελέτη, ήταν ότι οι φήμες που τελικά αποδείχθηκαν αληθινές χαρακτηρίζονταν από τους ερωτηθέντες να έχουν γίνει περισσότερο ακριβείς καθώς μεταδίδονταν, σε αντίθεση με τις ψευδείς φήμες που αναπτύχθηκαν σταδιακά περισσότερο αλλοιωμένες.

Λόγω της μεγαλύτερης λακωνικότητας τους, της μικρότερης διάρκειας ζωής, και της πιθανότητας για σημαντικές οικονομικές συνέπειες, οι χρηματοοικονομικές φήμες μπορεί να είναι λιγότερο επιρρεπείς σε μια κοινή τάση που εμφανίζεται κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής των άλλων ειδών φημών. Για τις μη χρηματοοικονομικές φήμες, έχει παρατηρηθεί ότι οι ισχυρισμοί της φήμης και οι στόχοι της εταιρείας έχουν την τάση να είναι κάπως εναλλάξιμοι, και ισχυρισμοί που αφορούν αρχικά μικρότερες επιχειρήσεις ή λιγότερο γνωστά προϊόντα συχνά αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου σε μεγαλύτερους και περισσότερο γνωστούς στόχους (Koenig, 1985). Αυτή ήταν η περίπτωση που αφορούσε τη φήμη ότι η McDonald's έβαζε σκουλήκια στα χάμπουργκερ της για να ενισχυθεί η περιεκτικότητα σε πρωτεΐνες, μία φήμη που αρχικά συνδέθηκε με τη Wendy και μόνο αργότερα συνδέθηκε με τη McDonald. Στην πραγματικότητα, οι μεγαλύτερες και γνωστότερες εταιρείες συχνά χρησιμεύουν ως στόχοι φημών και οι φήμες τείνουν να μετατοπίζονται από τις μικρότερες προς τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις επειδή συνήθως δίνεται μεγαλύτερη προσοχή στο περιεχόμενο της ιστορίας, παρά στο στόχο, και τα ονόματα των ηγετών της αγοράς είναι πιο πιθανό να γίνουν ανακτήσιμα όταν μια φήμη μεταδίδεται. Όταν πρόκειται για το χρηματοοικονομικό περιβάλλον συναλλαγών, ωστόσο, ο στόχος της φήμης είναι

πιθανό να είναι τόσο σημαντική λεπτομέρεια όσο το περιεχόμενο του ισχυρισμού και, συνεπώς, ιδιαίτερη προσοχή είναι ικανή να καταβληθεί και στα δύο.

Φήμες και Κουτσομπολιό

Οι φήμες επίσης διακρίνονται από τα κουτσομπολιά ή τις ασήμαντες μικροσυζητήσεις. Η άτυπη συζήτηση η οποία είναι ως επί το πλείστον για τους ανθρώπους, είναι συχνά θεωρητική και δημιουργεί μια θολή γραμμή μεταξύ του να είναι φήμη ή κουτσομπολιό. Η διαπροσωπική συζήτηση μπορεί με μεγαλύτερη ακρίβεια να αναφέρεται ως κουτσομπολιό και όχι ως φήμη. Τα κουτσομπολιά και οι φήμες συχνά χρησιμοποιούνται εναλλακτικά. Σύμφωνα με τον Hannerz (1967), οι φήμες και τα κουτσομπολιά έχουν δείξει σαφείς διαφορές, ιδίως σε καταστάσεις επικοινωνίας. Το κουτσομπολιό αναφέρεται ανεξαιρέτως στους ανθρώπους, ενώ αυτό δεν αποτελεί σίγουρα προϋπόθεση για τις φήμες. Επιπλέον, το κουτσομπολιό μπορεί να υποστηριχθεί από γεγονότα τα οποία είναι όντως αλήθεια, ενώ με τις φήμες η εγκυρότητα του περιεχομένου της δεν είναι γνωστή εκ των προτέρων. Ο Rosnow (2001) υποστηρίζει ότι η φύση του κουτσομπολιού σε σύγκριση με τις φήμες είναι πιο άμορφη και περιττή, και προσδιορίζεται από το πλαίσιο στο οποίο εντάσσεται πιο άμεσα. Το κουτσομπολιό έχει ως στόχο να ψυχαγωγήσει και τυπικά να εξαπλωθεί συνήθως αυθόρμητα σε άτυπες κοινωνικές καταστάσεις. Αν και η συμπεριφορά αυτών που συμμετέχουν στη συζήτηση μπορεί να είναι αδιάφορη ή ακόμα και περιφρονητική για το περιεχόμενο, τα απώτερα κίνητρα τους μπορεί ωστόσο να είναι σημαντικά.

Ιδιότητες φήμης, πληροφορίας και κουτσομπολιού

Ιδιότητα	Φήμη	Πληροφορία	Κουτσομπολιό
Σημαντικότητα	Ναι	Ναι	Όχι
Υποστηρίζεται από αλήθεια	Ναι ή Όχι	Ναι	Ναι ή Όχι
Εξαπλώνεται	Ναι	Όχι	Πιθανόν
Προσανατολισμένη στους ανθρώπους	Ναι ή Όχι	Ναι ή Όχι	Ναι
Συσχέτιση μηνύματος	Αρνητική ή Θετική	Αρνητική ή Θετική	Αρνητική

Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

«Μια από τις αγαπημένες μου αντιθέσεις είναι ότι όταν η αγορά ανεβαίνει ακολουθώντας καλές οικονομικές ειδήσεις, αυτό λέγεται ότι ανταποκρίνεται στις ειδήσεις. Εάν πέφτει, αυτό εξηγείται λέγοντας ότι οι καλές ειδήσεις έχουν απορριφθεί ήδη.»

Baruch Fischhoff (1982)

Ένα πρότυπο Kyle (του 1985) με ιδιωτική διάχυση πληροφοριών χρησιμοποιείται για να εξετάσει το κίνητρο για να διαδώσει τις άκρες αποθεμάτων. Ένας ενημερωμένος επενδυτής με την περιορισμένη ικανότητα επένδυσης διαδίδει τις ανακριβείς φήμες σε ένα ακροατήριο οπαδών. Οι οπαδοί κάνουν εμπόριο στις συμβουλές και κινούν την τιμή. Λόγω της ανακρίβειας της φήμης, η τιμή υπεραυξάνει με τη θετική πιθανότητα. Αυτό δίνει στον επενδυτή την ευκαιρία να κάνει συναλλαγή δύο φορές: Πρώτα όταν λαμβάνει τις πληροφορίες, κατόπιν όταν ξέρει την τιμή.

Ο Fama (1970, 1976) όπως αναφέραμε σε προηγούμενο κεφάλαιο ανέπτυξε τρεις διαφορετικές μορφές της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς (ασθενής, ημισχυρή, ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας). Διαφέρουν ως προς την έννοια του τι ακριβώς είδους πληροφορίας είναι κατανοητή για να είναι σχετική με τη φράση, ότι «οι τιμές αντανακλούν όλες τις σχετικές πληροφορίες».

Η Σχέση μεταξύ Φήμης και Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Η αξιολόγηση της πληροφορίας και ο τρόπος με τον οποίο οι νέες πληροφορίες επηρεάζουν την κατανομή των κεφαλαίων σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι μία από τις βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής. Από τη στιγμή που οι φήμες είναι μία ιδιαίτερη μορφή πληροφορίας, κρίνεται αναγκαίο να αναλυθούν από μία χρηματοοικονομική σκοπιά. Ένας ακόμη λόγος που καθιστά τις φήμες πληροφορίες που χρήζουν μελέτης, είναι το γεγονός ότι οι φήμες επηρεάζονται από ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες. Οι φήμες περιέχουν ένα κοινωνικό στοιχείο, αφού χωρίς την επικοινωνία η φήμη δεν διαδίδεται. Η ψυχολογία παίζει επίσης σημαντικό ρόλο όταν οι φήμες αναπτύσσονται, αφού μπορεί να οδηγήσουν σε συναισθήματα όπως φόβος και άγχος. Σε τέτοιες καταστάσεις τα άτομα δεν μπορούν να πάρουν αποφάσεις τόσο ορθολογικά όσο σε άλλες περιπτώσεις. Αυτά τα χαρακτηριστικά

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

Φήμες και Ορθολογική Συμπεριφορά

Οι άνθρωποι μιλούν συχνά για ανεξήγητες διακυμάνσεις τιμών, που προκαλούνται από παράλογους συμμετέχοντες στην αγορά, όταν οι φήμες εξελίσσονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Δεδομένου ότι η λογική είναι μια βασική έννοια στην οικονομία και τη θεωρία των Οικονομικών, είναι απαραίτητο να συνδεθεί με το περιεχόμενο των φημών για να αξιολογηθεί κατά πόσον η παραπάνω δήλωση είναι δικαιολογημένη. Ο όρος «ορθολογισμός», οι ιστορικές ρίζες των οποίων βρίσκονται στα λατινικά, προέρχεται από τη λέξη «λόγος», που σημαίνει αιτία. Μια ορθολογική συμπεριφορά προβλέπει συνεπώς λογικές αποφάσεις. Ωστόσο, αυτό που γίνεται κατανοητό από μια λογική ενέργεια εξακολουθεί να είναι ανοικτή και μπορεί να κριθεί ξεχωριστά. Στα οικονομικά, από την ορθολογική συμπεριφορά γίνεται κατανοητό ότι πρέπει να λάβεις αποφάσεις που μεγιστοποιούν την προσωπική χρησιμότητα του ατόμου και αυτό αντιστοιχεί με την κλασική εικόνα ενός «homo economicus». Ωστόσο, εμείς οι άνθρωποι δεν ενεργούμε πάντα ως «homo economicus» στην πραγματικότητα. Έτσι, αυτό το είδος του ορισμού δεν μπορεί πραγματικά να βοηθήσει να ανακαλύψουμε τι είναι η ορθολογική συμπεριφορά. Ίσως θα βοηθούσε η αντίθετη κατεύθυνση δηλαδή να ορίσουμε τι σημαίνει «παραλογισμός». Σύμφωνα με την εγκυκλοπαίδεια του Brockhaus, ο παραλογισμός ορίζεται ως «από το μυαλό κάτι το μη κατανοητό». Σε σύγκριση με τον ορισμό του ορθολογισμού, εδώ, η σκέψη έχει συνδεθεί με την αιτία. Αν μια ενέργεια δεν είναι κατανοητή από το μυαλό, προφανώς δεν είναι λογική. Ακριβώς όπως με μια λογική ενέργεια, είναι μια υποκειμενική αξιολόγηση εάν η δράση ενός ατόμου θεωρείται μη λογική. Το ιστορικό πλαίσιο ως εκ τούτου δεν είναι σε θέση να προσφέρει γνώσεις για το ποιος ορισμός του

ορθολογισμού είναι πράγματι λογικός και εφικτός, αντίστοιχα. Συνεπώς, διαφορετικές έννοιες του ορθολογισμού παρουσιάζονται και αξιολογούνται για την «αιτία» τους.

Κριτική των μοντέλων για φήμες

Λόγω της πολυπλοκότητας της φύσης των φημών, είναι ένα δύσκολο έργο να μοντελοποιήσεις τις φήμες ως σύνολο. Κατά συνέπεια, οι ερευνητές επικεντρώθηκαν σε επιμέρους πτυχές των φημών. Ουσιαστικά, δύο διαφορετικές πτυχές έχουν διαφοροποιηθεί, η διαδικασία διαβίβασης και η ένταση της φήμης. Τα περισσότερα μοντέλα που αναπτύχθηκαν μέχρι τώρα έχουν επικεντρωθεί στη διαδικασία μετάδοσης και τις συνέπειές της. Μια δεύτερη σειρά μοντέλων έχουν θέσει τις φήμες σε μια ρύθμιση μικροδομής της αγοράς και έχουν αναλύσει τις συνέπειες της στρατηγικής αυτής της συμπεριφοράς. Η πρώτη προσπάθεια πηγάζει από τους Allport και Postman (1946), «Το ιστορικό υπόβαθρο μελετών σχετικά με τις φήμες», όπου συζητήθηκαν και αναλύθηκαν σε βάθος.

Η θεωρία φήμης του Bruckner (1965) εστιάζεται στους μηχανισμούς μετάδοσης, όταν οι φήμες εξελίσσονται. Αυτός ασχολείται με το ζήτημα του κατά πόσον και με ποιο τρόπο οι φήμες γίνονται περισσότερο ή λιγότερο ακριβείς όταν εμφανίζονται. Εξερευνώντας αρκετές κοινές προϋποθέσεις για την ακρίβεια μιας φήμης, έρχεται αντιμέτωπος με τα αποτελέσματα που καταγράφονται στον πίνακα που ακολουθεί. Τα υποδείγματα αφορούν τον αριθμό των αλληλεπιδράσεων όταν φήμες διαδίδονται. Στον πρώτο τύπο, μια σειριακή αλυσίδα, η φήμη κινείται από το ένα άτομο στο άλλο με ένα σειριακό τρόπο σε μια σειρά μεμονωμένων αλληλεπιδράσεων. Στο δεύτερο τύπο, ένα πολλαπλές δίκτυο, πολλοί άνθρωποι ακούνε τη φήμη από περισσότερες από μία πηγή. Το κριτικό σύνολο αναφέρεται στην κριτική ικανότητα ενός ατόμου να κρίνει, να αξιολογεί και να μεταβιβάζει την εγκυρότητα μιας φήμης. Το άκριτο σύνολο δεν κάνει διάκριση μεταξύ μιας αληθούς ή ψευδούς φήμης. Το άτομο δεν έχει την κριτική ικανότητα να αξιολογήσει την εγκυρότητα των φημών και τις διαβιβάζει σε κάθε περίπτωση. Όταν μεταξύ των ατόμων λαμβάνουν χώρα πολλαπλές αλληλεπιδράσεις σε ένα σύνολο μετάδοσης, αυτό πρέπει να ξεπεράσει την ελαττωματική μνήμη των ατόμων και η φήμη θα διαδοθεί αμετάβλητη.

Υπόδειγμα	Κριτικό σύνολο	Άκρικο σύνολο	Σύνολο μετάδοσης
Σειριακή αλυσίδα	Μικρή μείωση στην ακρίβεια μέσω ψεγαδιών μνήμης. Αναλογία αλήθειας/ψεύδους παραμένει σε υψηλά επίπεδα.	Μικρή μείωση των στρεβλώσεων. Αναλογία αλήθειας/ψεύδους μειώνεται σε κάθε αλληλεπίδραση.	Ταχεία μείωση των πληροφοριών. Ισοπέδωση, ακόνισμα, αφομοίωση.
Δίκτυο πολλαπλών αλληλεπιδράσεων	Αύξηση της ακρίβειας καθώς η φήμη κινείται μέσω δικτύου. Αναλογία αλήθειας/ψεύδους αυξάνεται ραγδαία.	Μεγάλη αύξηση των στρεβλώσεων καθώς η ακριβής φήμη χάνεται στις ψευδείς. Ριζική μείωση του δείκτη αλήθειας/ψεύδους.	(Υποθετικά.) Πολύ αργή μείωση των πληροφοριών. Η φήμη παραμένει ανέπαφη.

Πίνακας: Υποδείγματα φήμης και προσανατολισμός και τα αναμενόμενα αποτελέσματα τους στη διάδοση της φήμης (Bruckner, 1965).

Ο Bruckner, στη συνέχεια, αναλύει τη συμμετοχή και τη δομή της ομάδας και τα προσδοκώμενα αποτελέσματα τους σχετικά με τη διαβίβαση της φήμης (ακολουθεί πίνακας). Διακρίνει μεταξύ μιας στενής και μιας διάχυτης δομής ομάδας, καθώς και μεταξύ υψηλής και χαμηλής συμμετοχής των εμπλεκομένων στην ομάδα. Δηλώνει ως συμπέρασμα ότι «οι δύο μεταβλητές...φαίνεται να σχηματίζουν μια φυσική κατάταξη ως προς τις επιπτώσεις τους στη συχνότητα της μετάδοσης και της επανάληψης της φήμης. Η κατάταξη αυτή θα μπορούσε επίσης να θεωρηθεί ως μια κατάταξη των κινήτρων και των ευκαιριών.

Συμμετοχή	Δομή ομάδας	Αφηγήσεις	Επαναλήψεις	Υπόδειγμα
Υψηλή	Κλειστή	Πολλές	Πολλές	Έντονο δίκτυο
Υψηλή	Διάχυτη	Πολλές	Σποραδικές	Σε μεγάλο βαθμό αλυσίδες, μερικά μικρά δίκτυα
Χαμηλή	Κλειστή	Μερικές	Σχεδόν καμία	Μερικές μικρές αλυσίδες και δίκτυα
Χαμηλή	Διάχυτη	Σχεδόν καμία	Καμία	Πολύ μικρές αλυσίδες

Συμμετοχή ομάδας και δομή και τα αναμενόμενα αποτελέσματα τους στη διάδοση της φήμης (Bruckner, 1965).

Μετά την αρχική μελέτη των Allport και Postman, δε συνέβησαν πολλά στο χώρο της επίσημης μοντελοποίησης της φήμης, μέχρι που ο Banerjee (1993) επανέφερε την ιδέα των διαδικασιών διαβίβασης πληροφοριών. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των διαδικασιών που μοντελοποίησε είναι ότι η διαβίβαση της πληροφορίας πραγματοποιείται κατά τέτοιο τρόπο ώστε ο παραλήπτης να μη γνωρίζει αρκετά για το αν θα πρέπει να πιστέψει την πληροφορία αυτή. Επιπλέον, η πιθανότητα κάποιος να λαμβάνει τις πληροφορίες εξαρτάται από το πόσοι άνθρωποι έχουν ακούσει ήδη γι' αυτές. Ειδικότερα, μελετά ένα παράδειγμα στο οποίο υπάρχει ένα επενδυτικό σχέδιο του οποίου οι αποδόσεις είναι γνωστές μόνο σε λίγους ανθρώπους. Το έργο είναι πολυδάπανο και το ποσό του κόστους είναι ιδιωτική πληροφορία. Αυτό που οι άλλοι επενδυτές παρατηρούν είναι μόνο αν οι άλλοι παράγοντες έχουν επενδύσει στο έργο ή όχι. Δε γνωρίζουν αν οι άλλοι ήξεραν τις αναμενόμενες αποδόσεις ή αν και αυτοί ενεργούν μόνο στην παρατήρηση των άλλων. Τα άτομα χρησιμοποιούν μια ενημερωτική προσέγγιση Bayesian για να αποκτήσουν μια στοχαστική διαδικασία που περιγράφει πώς η φήμη αναπτύσσεται με την πάροδο του χρόνου.

Ο Banerjee παρέχει μια συγκριτική στατική ανάλυση του μοντέλου του. Οι δυναμικές του μοντέλου του προσεγγίζονται μέσω ενός συστήματος διαφορικών εξισώσεων που χρησιμοποιούνται για τα επιδημικά μοντέλα γνωστά από την επιδημιολογική λογοτεχνία. Στη συνέχεια, οι συγκριτικές στατικές του μοντέλου λαμβάνονται από μία ανάλυση ντετερμινιστικής προσέγγισης συστήματος. Εκεί στην αλλαγή της ταχύτητας της φήμης δεν υπάρχουν αποτελέσματα ευημερίας, ενώ αυξάνοντας την ποσότητα της πληροφορίας στο σύστημα καθώς επίσης και δίνοντας υψηλότερη παραγωγικότητα υπάρχουν διφορούμενες συνέπειες στη συνολική ευημερία.

Ο Kosfeld (2005) μοντελοποιεί τη μετάδοση της φήμης ως μία αμιγώς μηχανική πράξη. Το μοντέλο του συνδυάζει την τυπική μικροοικονομική θεωρία και τη θεωρία των σωματιδίων του συστήματος, προκειμένου να αναλύσει την εξάπλωση της φήμης μέσω της επικοινωνίας από στόμα σε στόμα, και τις επιπτώσεις της φήμης όσον αφορά τη ζήτηση και τις τιμές των αγαθών σε μια ανταγωνιστική αγορά. Με τη μοντελοποίηση της φήμης ως μια καθαρά μηχανική πράξη, ο Kosfeld είναι σε θέση να αναλύσει τη στοχαστική διαδικασία άμεσα και δεν χρειάζεται να προσεγγίσει την διαδικασία για να επιτύχει αποτελέσματα στην εξέλιξη της φήμης. Η δεύτερη διάκριση στο μοντέλο του παραπέμπει στην ανακοίνωση της φήμης. Ισχυρίζεται ότι για τη δυναμική της φήμης είναι λογικό να υποθέσουμε ότι η επικοινωνία της φήμης περιορίζεται μόνο σε τοπικές γειτονιές. Ο Banerjee, σε σύγκριση, επιτρέπει τους επενδυτές να συναντηθούν και να επικοινωνήσουν με όλους τους άλλους. Ενώ άλλα

μοντέλα της επικοινωνίας από στόμα σε στόμα δίνουν έμφαση περισσότερο στο ζήτημα της κοινωνικής μάθησης και της αποτελεσματικότητας των μέτρων, ο Kosfeld επικεντρώνεται στις επιπτώσεις των αποτελεσμάτων της αγοράς και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Μία από τις κύριες ιδέες του, είναι ότι οι επενδυτές, οι οποίοι έχουν μολυνθεί από τη φήμη, είναι επίσης αυτοί που διαδίδουν τη φήμη στους τοπικούς γείτονές τους. Μία από τις παραδοχές που έγιναν είναι ότι κάθε γείτονας που διαδίδει τη φήμη αυξάνει την πιθανότητα κάποιου να μολυνθεί από τη φήμη και κατά συνέπεια ξεκινά να διαδίδει τη φήμη από μόνος του. Το αποτέλεσμα είναι μια δυναμική φήμη παρόμοια με μια διαδικασία λοίμωξης.

Οι φυσικοί έχουν επίσης αναλύσει τις διαδικασίες διαβίβασης πληροφοριών. Οι Eguiluz και Zimmermann (2000) προτείνουν ένα μοντέλο για το στοχαστικό σχηματισμό των συστάδων γνώμης. Το κάνουν με τη μοντελοποίηση ενός εξελισσόμενου δικτύου και περιλαμβάνει συμπεριφορά αγέλης. Η μόνη παράμετρος που χρησιμοποιούν στο μοντέλο τους είναι το ποσοστό της διασποράς των πληροφοριών ανά συναλλαγή ως μέτρο συμπεριφοράς αγέλης. Θεωρούν ότι για να είναι η παράμετρος κάτω από μια κρίσιμη τιμή, το σύστημα εμφανίζει μια δύναμη δικαίου διανομής των κερδών με εκθετική αποκοπή. Αν, όμως, η παράμετρος είναι πάνω από την κρίσιμη τιμή, τότε εμφανίζεται μια αυξανόμενη πιθανότητα μεγάλων αρνητικών και θετικών αποδόσεων. Οι συγγραφείς σημειώνουν ότι αυτά μπορεί να συνδέονται με την εμφάνιση μεγάλων κραχ.

Σε ένα άλλο περιοδικό φυσικής, οι Liu, Luo και Shao (2001) εξετάζουν τη μετάδοση μιας φήμης ποσοτικά. Εισάγουν μια περιστροφική αλυσίδα για να περιγράψουν μαθηματικά τη μετάδοση της φήμης κατά μήκος διαφορετικών καναλιών. Οι περιστροφές αντιπροσωπεύουν τις επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα της μετάδοσης μιας φήμης είναι τότε το άθροισμα της περιστροφικής αλυσίδας. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι το μοντέλο τους είναι ευνοϊκό για την κοινωνική πρόγνωση και μπορεί να προσδιορίσει ποσοτικά το πώς ο ανταγωνισμός μεταξύ των διαφόρων γνωμοδοτήσεων μπορεί να επηρεάσει την υπερβολική συμπεριφορά που οφείλεται σε φήμες.

Ενώ η μετάδοση πληροφοριών καλύπτει ένα σημαντικό χαρακτηριστικό μιας φήμης, δύο πρόσφατες μελέτες έχουν επικεντρωθεί περισσότερο στη βέλτιστη στρατηγική συμπεριφορά κατά την παραλαβή του σήματος πριν από τους άλλους. Ο Brunnermeier (2003) αναλύει τις επιπτώσεις της διαρροής πληροφοριών στην αποτελεσματική αγορά. Στο μοντέλο του, ένας επενδυτής λαμβάνει ένα σήμα νωρίς, αλλά με ασαφή ένδειξη σχετικά με την επικείμενη ανακοίνωση της είδησης, π.χ. με τη μορφή μιας φήμης. Το νέο στοιχείο που ο Brunnermeier προσφέρει είναι ότι η χρηματιστηριακή τιμή αντικατοπτρίζει ασυσχέτιστες μακροπρόθεσμες πληροφορίες

που κατέχονται από άλλους επενδυτές, καθώς και βραχυπρόθεσμα σήματα από έγκαιρα ενήμερους επενδυτές. Τα χαρακτηριστικά της στρατηγικής ενημέρωσης των επενδυτών είναι, πρώτον, για να εκμεταλλευτούν τις ιδιωτικές αλλά ασαφείς πληροφορίες δύο φορές, μία φορά πριν από τη δημόσια ανακοίνωση και μια δεύτερη φορά μετά από αυτήν. Δεύτερον, για να χτιστεί μια ισχυρή θέση την οποία προτίθεται να χαλαρώσει εν μέρει μετά τη δημόσια ανακοίνωση, επειδή προβλέπει ότι η αγορά θα αντιδράσει υπερβολικά στις ειδήσεις. Τρίτον, θα συναλλάσσεται επιθετικά πριν την ανακοίνωση προκειμένου να καταστεί πιο δύσκολο για τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά να μάθουν από παρελθοντικές κινήσεις τιμών.

Στον σχολιασμό του για τα αποτελέσματα και τις επιπτώσεις του μοντέλου του, ο Brunnermeier επισημαίνει το εξής: όταν το σήμα που διέρρευσε γίνεται λιγότερο ακριβές, εξαφανίζονται οι ανεπάρκειες. Αυτό φαίνεται από τη στιγμή που ο επενδυτής ο οποίος είναι ενημερωμένος από νωρίς γνωρίζει λιγότερο με ακρίβεια από πριν ποιο θα είναι το πραγματικό σήμα. Όταν το αρχικό λαθεμένο σήμα περιορίζει το άπειρο, συμπίπτει με καμία διαρροή πληροφοριών. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν η βραχυπρόθεσμη πληροφορία είναι τέλεια, ο επενδυτής δεν έχει ενημερωτικά πλεονεκτήματα και δεν ανταλλάσσει κατά τη δεύτερη περίοδο. Το δεύτερο συμπέρασμα που συνάγεται είναι ότι το είδος της συμπεριφοράς συναλλαγών που ο έγκαιρα ενημερωμένος επενδυτής ακολουθεί, μειώνει τη μακροπρόθεσμη πληροφοριακότητα των τιμών, και ως εκ τούτου παρέχει ένα ισχυρό επιχειρήμα υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ο Van Bommel (2003) παρέχει μια μελέτη που συνδυάζει την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών με την εξάπλωση των φημών. Στο μοντέλο του, ένας επενδυτής πρώτα λαμβάνει προσωπικές πληροφορίες για την πραγματική αξία μιας ασφάλειας. Δεδομένου ότι η ικανότητα συναλλαγής και ως εκ τούτου η συνέπεια στις τιμές είναι αμελητέα σε σύγκριση με το συνολικό όγκο συναλλαγών, υπάρχουν πληροφορίες που πρέπει να αξιοποιηθούν. Ένα ορθολογικό μοντέλο προσδοκιών δείχνει ότι ο ενημερωμένος επιχειρηματίας είναι σε θέση να ενισχύσει τα κέρδη του από τη διάδοση ενημερωτικών ακόμη ασαφών συμβουλών συναλλαγής στους ακολούθους για να χειραγωγήσουν τις τιμές της αγοράς. Η δήλωση του Van Bommel, ότι «η ισορροπία που παρουσιάζεται ... παίζεται στα πλαίσια του νόμου» πρέπει, ωστόσο, να απορριφθεί κατηγορηματικά. Ο παράνομος χαρακτήρας της δράσης συναλλαγών πραγματοποιείται από τον ενημερωμένο επιχειρηματία και αποτελεί σαφή περίπτωση εσωτερικής συναλλαγής. Ωστόσο, η διάδοση των φημών από τον ενημερωμένο επιχειρηματία είναι από μόνη της όχι παράνομη και δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί ως μια μορφή παράνομης χειραγώγησης της αγοράς. Αφού ο επενδυτής έχει ενημερωθεί, έχει τρεις δυνατότητες. Μπορεί να είναι ειλικρινής, να

μπλοφάρει ή να εξαπατήσει. Όταν είναι ειλικρινής σχετικά με τις ιδιωτικές πληροφορίες που έλαβε, θα διαδίδει φήμες στην ίδια κατεύθυνση με το πραγματικό σήμα. Όταν μπλοφάρει, παραμένει ειλικρινής όταν λαμβάνει ένα σαφές μήνυμα διατηρώντας μια αξιόπιστη πηγή πολύτιμων πληροφοριών. Ωστόσο, όταν δεν λαμβάνει κανένα σαφές μήνυμα, ο επενδυτής παίρνει μια τυχαία θέση και στη συνέχεια εξαπλώνει μια φήμη που αντιστοιχεί στη θέση που έχει λάβει. Η τρίτη πιθανότητα είναι όταν ο επενδυτής εξαπατά. Στην περίπτωση αυτή δεν έχει ενδοιασμούς κατά τη διάδοση ψευδών φημών ή μπλοφών και παίρνει θέση στην αγορά αντίθετη με τις πληροφορίες που διαθέτει. Πριν από την αποκάλυψη της αληθινής πληροφορίας ο επενδυτής ξετυλίγει τη θέση, κάνοντας κέρδος. Το πρόβλημα με τη στρατηγική «εξαπάτησης» είναι ότι το κοινό δεν θα πιστεύει ότι τις φήμες που διαδίδονται. Αυτό οφείλεται στο ηθικό-επικίνδυνο κόστος που επιβάλλεται στην στρατηγική. Αν οι ακόλουθοι γνωρίζουν ότι ένας ενημερωμένος επιχειρηματίας έχει το κίνητρο για να εξαπατήσει, δεν θα πιστεύουν οποιοσδήποτε φήμες. Ο Van Bommel αναλύει το μοντέλο με επαναλαμβανόμενα παιχνίδια και θεωρεί ότι υπό σχετικά αδύναμες συνθήκες η ισορροπία από την «ειλικρινή» στρατηγική μπορεί να υποστηριχθεί. Όσον αφορά τις άλλες δύο στρατηγικές, θα απέχουν τελικά από μπλόφα ή εξαπάτηση, δεδομένου ότι μπορεί να χάσουν τη φήμη τους και επομένως την ικανότητα να χειραγωγούν τις τιμές.

Εθνογραφικές μελέτες

Οι συμμετέχοντες της αγοράς στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν επίσης μελετηθεί από μια εθνογραφική άποψη. Εθνογραφικές μελέτες περιγράφουν και ερμηνεύουν την κουλτούρα ενός πληθυσμού ή μιας πολιτισμικής ομάδας. Ο Brügger περιγράφει τον κόσμο των επενδυτών ξένου νομίσματος και τον τρόπο επικοινωνίας μεταξύ τους. Η διάδοση φήμης ανήκει στην καθημερινή τους ζωή. Ο Brügger δηλώνει ότι τα προσωπικά δίκτυα θεωρούνται πολύ σημαντικά για τους επενδυτές για τη λήψη πολύτιμων πληροφοριών από άλλους επιχειρηματίες, όπως είναι οι φήμες. Συνήθως οι φήμες κοινοποιούνται σε άλλους επιχειρηματίες τους οποίους το άτομο γνωρίζει καλά και εμπιστεύεται. Δεν έχει σημασία αν ο άλλος επιχειρηματίας εργάζεται για έναν ανταγωνιστή ή όχι. Ορισμένες σχέσεις μεταξύ των επενδυτών είναι καθαρά ενημερωτικές χωρίς επιχειρηματικές σχέσεις. Στην περίπτωση αυτή, ωστόσο, είναι σημαντικό ότι και οι δύο πλευρές παρέχουν η μία στην άλλη πολύτιμες πληροφορίες, έτσι ώστε να εξασφαλισθεί κάποια ισορροπία. Η σχέση είναι συνεπώς αμοιβαία. Ο Goldinger αναλύει τις τελετές και τα σύμβολα της ανταλλαγής από μια

ευρύτερη σκοπιά. Δηλώνει ότι οι φήμες ως μια διαδικασία πληροφοριών που ενδέχεται να επηρεάζει την αγορά, επιτρέπει ένα ειδικό καθεστώς, δεδομένου ότι από την αοριστία τους, η ασάφεια τους και ως επί το πλείστον η ανωνυμία της καταγωγής τους φαίνεται να αποτελεί μια ιδιαίτερη γοητεία με αυτές. Κατά την άποψή του, αυτό θα μπορούσε να έχει κάτι να κάνει με το χρηματιστήριο και το γεγονός ότι η αβέβαιη έκβαση του παιχνιδιού είναι ο κύριος λόγος για τη διασκέδαση και τον ενθουσιασμό. Επιπλέον, η υψηλή πιθανή σχετικότητα που απορρέει από την αοριστία και ασάφεια της φήμης μπορεί επίσης να είναι ένας λόγος για το ειδικό καθεστώς της. Ο Goldinger αναφέρεται στον Watzlawick (1985), ο οποίος αποδεικνύει ότι τη σχετικότητα παράγει κοινωνική και πολιτισμική πραγματικότητα στην οποία φαινόμενα όπως το χρέμα, και η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία είναι δυνατά. Αν οι σχετικές πληροφορίες (για τα χρηματιστήρια) είναι αντικειμενικές, επαληθεύσιμες και αξιόπιστες, τότε χάνει την πιθανότητα της σχετικότητας και μεταλλάσσεται από διφορούμενη σε μη διφορούμενη. Όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά θα αντιδράσουν με τον ίδιο τρόπο σε μια τέτοια πληροφορία. Μόνο αν υπάρχει μια σπίθα για διαφορετικές ερμηνείες, τότε οι πληροφορίες θα είναι ενδιαφέρουσες και ο ανταγωνισμός προκύπτει για τη «σωστή» ή κερδοφόρα συμπεριφορά. Ο Goldinger πραγματοποίησε μια μικρή εμπειρική μελέτη πάνω από τρεις μήνες κατά την οποία οι φήμες προκαλούν μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών, και ανέλυσε το πώς πολλά από τα κινήματα αποδείχθηκαν ότι ήταν σωστά. Παραδέχεται ότι η μελέτη έχει κάποιο υποκειμενικό στοιχείο σε αυτό και τα δεδομένα δεν είναι κατάλληλα για στατιστική προετοιμασία. Τα αποτελέσματά του είναι τα εξής: από 89 φήμες, 58 εκ των υστέρων αποδείχθηκαν ότι είναι αληθινές. Έτσι, η στρατηγική θα ήταν επικερδής για να αγοράσεις απλά κάθε φορά που μια φήμη εξελίσσεται; Στο ένα τρίτο των περιπτώσεων η μία θα ήταν λάθος, αλλά σε δύο από τις τρεις περιπτώσεις, η μία θα ήταν σωστή. Ο Goldinger λέει ότι η στρατηγική δεν είναι κερδοφόρα συστηματικά, δεδομένου ότι από την παρατήρηση του, οι φήμες κινούνται γρήγορα και μεγάλες κινήσεις τιμών ήταν ως επί το πλείστον ψευδείς. Θα γίνεται ακόμα πιο περίπλοκο όταν αντίστροφες φήμες αρχίζουν να εναλλάσσονται. Η σύγχυση στη συνέχεια ολοκληρώνεται τόσο για τους επαγγελματίες επενδυτές όσο και για τους απλούς επενδυτές, αλλά τουλάχιστον οι επαγγελματίες είναι σε θέση να αγοράζουν ή να πωλούν πολύ πιο γρήγορα απ' ό τι οι απλοί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΦΗΜΕΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

«Η φήμη είναι ένας σωλήνας που φυσιέται από εικασίες, ζηλοτυπίες, υποθέσεις, και μιας τόσο εύκολης και τόσο σαφούς στάσης που το αμβλύ τέρας με τα αμέτρητα κεφάλια, το ακόμα-παράφωνο αμφιταλαντευόμενο πλήθος, μπορεί να παίξει επάνω σε αυτό».

William Shakespeare

Εισαγωγή

Στη σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά, οι συνέπειες της κερδοσκοπίας και της λήψης αποφάσεων που βασίζονται σε αβάσιμους ισχυρισμούς και ψευδείς φήμες μπορεί να είναι ιδιαίτερα ισχυρές και αναμφισβήτητα επικίνδυνες. Με την εμφάνιση του διαδικτύου και άλλων νέων τεχνολογιών επικοινωνίας που διευκολύνουν την εξάπλωση της παραπληροφόρησης, έχει καταστεί απαραίτητο για τους διαχειριστές, τους επενδυτές και άλλους ενδιαφερόμενους να αποκτήσουν μια καλύτερη κατανόηση των δυνάμεων που γεννούν φήμες. Οι αβεβαιότητες και οι ανησυχίες που προκύπτουν από διαφορούμενες καταστάσεις, σε συνδυασμό με μια ισχυρή επιθυμία για πληροφορίες, μπορεί συχνά να οδηγήσει στη δημιουργία και τη διάδοση των φημών σε επιχειρησιακά περιβάλλοντα. Εντοπίζονται ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά που φαίνεται να διακρίνουν τις χρηματοοικονομικές φήμες από φήμες για άλλες πτυχές των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως μεγαλύτερη περιεκτικότητα, ένα μικρότερο κύκλο ζωής, και η δυνατότητα για σημαντικές οικονομικές συνέπειες.

Όπως πολλοί διευθυντές είναι αναμφίβολα καλά ενημερωμένοι, οι φήμες αντιπροσωπεύουν έναν επιβλητικό ανταγωνιστή στην αγορά της ανταλλαγής πληροφοριών. Σχεδόν κάθε τύπος της εταιρείας ταλανίζεται από καιρό σε καιρό από την εξάπλωση ανεπιβεβαίωτων ιστοριών και πληροφοριών αμφιβόλου περιεχομένου σχετικά με τις λειτουργίες του, την ύπαρξη των οποίων τροφοδοτείται από τις βασικές αβεβαιότητες και ανησυχίες που χαρακτηρίζουν τα σύγχρονα επιχειρηματικά και οικονομικά περιβάλλοντα. Οι περισσότερες από αυτές τις ιστορίες είναι σχετικά αβλαβείς, αντλώντας μικρής σοβαρής προσοχής και γρήγορα εξασθενούν πριν εξελιχθούν σε κάτι περισσότερο τρομερό. Ωστόσο, μερικές φορές η κατάσταση φουντώνει και παίρνει μια δική της ζωή, και ότι μπορεί να έχει ξεκινήσει ως ένας

φαινομενικά αθώς ισχυρισμός εξελίσσεται σε μια πραγματική εκστρατεία ψιθυρίσματος που εξαπλώνεται γρήγορα και ανεξέλεγκτα.

Ενώ η φήμη ήταν πάντα αναπόσπαστο μέρος του επιχειρηματικού τοπίου, η κυριαρχία της στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές υποθέσεις έχει αυξηθεί δραματικά, μαζί με πρόσφατες τεχνολογικές εξελίξεις. Οι διαθέσιμες πληροφορίες στον καθένα από εμάς σε κάθε δεδομένη στιγμή έχουν επεκταθεί εκθετικά κατά τις τελευταίες δεκαετίες.

Στο πλαίσιο αυτό, μπορούμε να αναμένουμε ότι οι φήμες, οι οποίες παραδοσιακά έχουν ακμάσει κατά τη διάρκεια περιόδων διακοπών ειδήσεων ελλείψεων πληροφοριών, θα είναι ένα πράγμα του παρελθόντος. Ειρωνικά, το αντίθετο φαίνεται να συμβαίνει. Στη σύγχρονη κοινωνία, οι φήμες κυκλοφορούν σαν τον αέρα που αναπνέεις. Όλο και περισσότερες, φαίνεται ότι προκύπτουν όχι από μία έλλειψη ενημέρωσης, αλλά μέσα σε ένα πλαίσιο υπερφόρτωσης πληροφοριών. Καθώς η ζήτηση για μεγαλύτερη πρόσβαση στις ειδήσεις και η στιγμιαία επικοινωνία συνεχίζουν να αυξάνονται, η αξιοπιστία του κάθε κομματιού πληροφοριών έχει γίνει ό,τι πιο δύσκολο να αξιολογηθεί. Πράγματι, η ειλικρίνεια των δημοσίως-κυκλοφορούντων πληροφοριών έχει γίνει σταδιακά όλο και πιο ύποπτη, καθώς η ικανότητα για ταχεία και εκτεταμένη ροή έχει επεκταθεί. Σε πολλές περιπτώσεις δεν γνωρίζουμε αν τα πραγματικά περιστατικά έχουν ελεγχθεί και συχνά δε γνωρίζουμε καν από πού οι πληροφορίες προέρχονται. Αγνοώντας την ταυτότητα της αληθινής πηγής, μένουμε με το ακανθώδες καθήκον να διακρίνουμε την πραγματικότητα από τη φαντασία, την αλήθεια από το ψέμα, το γεγονός από τη φήμη.

Δεν υπάρχει ίσως κανένα άλλο πλαίσιο, πιο επίμονα γεμάτο με τις προϋποθέσεις που προβλέπουν την εμφάνιση και την εξάπλωση των φημών από αυτό της χρηματοοικονομικής. Πρόσφατα, η συχνότητα των χρηματοοικονομικών φημών που αναφέρθηκαν ως γεγονότα μέσω διαφόρων μέσων ενημέρωσης έχει παρουσιάσει σταθερή αύξηση. Ίσως δεν αποτελεί έκπληξη, ότι μια γρήγορη αναζήτηση στο διαδίκτυο για την αγορά φημών κατά τη διάρκεια οποιασδήποτε εβδομάδας τυπικά θα οδηγήσει σε μια αφθονία συμπτώσεων.

Οι Χρηματοπιστωτικές Αγορές ως γόνιμο έδαφος για τις φήμες

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές πάντα είχαν μια τάση στις φήμες, καθώς όλες οι συναλλαγές βασίζονται στα νέα. Γνωρίζοντας περισσότερα από άλλη αγορά, οι συμμετέχοντες μπορούν να οδηγηθούν σε πραγματικά υπέρογκα κέρδη. Μπορούν να παίξουν, αν πιστεύουν ότι η φήμη αντικατοπτρίζει την αλήθεια, αλλά ακόμα κι αν δεν ισχύει, μπορεί να οδηγήσει σε οικονομικές συνέπειες. Οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές θεωρούνται ως υποκατάστατο των ειδήσεων. Οι ειδήσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι απολύτως κρίσιμες. Ως εκ τούτου, αν υπάρχει έλλειψη ειδήσεων, κάτι πρέπει να εφευρεθεί. Σε μια τεταμένη, αγχωτική ατμόσφαιρα εργασίας, όλοι οι επιχειρηματίες λειτουργούν με υψηλής ισχύος κεραίες. Ο φόβος ότι οι άλλοι άνθρωποι μπορεί να γνωρίζουν κάτι που δεν ξέρουν, οδηγεί σε στρες και άγχος. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επιχειρηματίες χρειάζονται επιβεβαίωση των απόψεων και των θέσεων τους. Τα κενά στην πληροφόρηση συχνά καλύπτονται με κερδοσκοπικές σκέψεις. Η ανακοίνωση των κερδοσκοπικών σκέψεων είναι μια κλασική μορφή ανάπτυξης της φήμης. Οι φήμες μπορεί να εξελιχθούν μόνο όταν το περιεχόμενο είναι ενδιαφέρον και σχετικό. Συνομιλίες περί συγχωνεύσεων ή εξαγοράς, είναι ένα παράδειγμα ενός γεγονότος ανάπτυξης φήμης. Δηλώσεις όπως, «Ενδιαφερόμαστε πάντα για λογικές και ευεργετικές εξαγορές» ή «Αρνούμαστε να σχολιάσουμε το ζήτημα αυτό» ανοίγουν την πόρτα σε φήμες και φαντασιώσεις.

Στις κεφαλαιαγορές, οι φήμες αντιμετωπίζονται σαν υποκατάστατο της πληροφορίας. Υπάρχουν φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές που διαφέρουν από άλλες φήμες; Όχι, αλλά υπάρχει ένας αριθμός παραγόντων που κάνει τις χρηματαγορές ιδιαίτερα «ευαίσθητες» στις φήμες. Αυτοί είναι:

- Ο αριθμός των συμμετεχόντων στις αγορές είναι περιορισμένος. Το μέγεθος της πιθανής δημοσίευσης μιας φήμης είναι περιορισμένο και οι επενδυτές έχουν ένα αποτελεσματικό δίκτυο πληροφόρησης.
- Οι επενδυτές είναι ειδικοί στον τομέα τους και έχουν υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας, με αποτέλεσμα να αξιολογούν όλες τις πληροφορίες που λαμβάνουν. Γνωρίζουν την αγορά καλά και είναι εξειδικευμένοι σε συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα ή υπηρεσίες. Οι επενδυτές δεν πιστεύουν όλα τα νέα που λαμβάνουν.
- Ο χρόνος είναι σημαντικός. Οι επενδυτές βρίσκονται υπό συνεχή πίεση με αποτέλεσμα να μην έχουν το χρόνο να επαληθεύσουν τις πληροφορίες που λαμβάνουν. Η τεταμένη και νευρική ατμόσφαιρα αποτελεί εξαιρετικό γόνιμο έδαφος για την εξάπλωση των φημών. Οι επενδυτές δεν έχουν το χρόνο να

ελέγξουν την είδηση ή να αξιολογήσουν την ακρίβειά της. Πρέπει να αποφασίσουν τι να κάνουν, παρά την αβεβαιότητα που εμπλέκεται. Η αναγκαιότητα για γρήγορες αποφάσεις κρατούν τις φήμες ζωντανές.

- Σε σύγκριση με άλλες φήμες, αυτές που αναφέρονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές περιλαμβάνουν ένα χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Ωστόσο, ο επενδυτής βρίσκεται κάτω από συνεχή πίεση και πρέπει να αποφασίσει αν θα εμπιστευτεί την πηγή της φήμης ή θα ρισκάρει να χάσει χρήματα αν αυτή επαληθευτεί. Σε γενικές γραμμές, ο επενδυτής δεν ανησυχεί για την πηγή της φήμης. Δεν έχει το χρόνο να σκεφτεί γι' αυτήν. Η φήμη υπάρχει, κι αυτό είναι αρκετό γι' αυτόν. Πολλοί επενδυτές δεν νοιάζονται καν αν η φήμη πρόκειται να αποδειχθεί αληθινή.
- Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ένα μέρος όπου αυτοί που λαμβάνουν αποφάσεις διαχέονται από πληροφορίες. Είναι καλά γνωστό ότι οι φήμες εξελίσσονται στην απουσία των πληροφοριών. Το ίδιο ισχύει και στην υπερχειλίση των πληροφοριών. Ο κάθε επενδυτής είναι πιθανό να δουλέψει με τις πιο ασφαλείς πληροφορίες που λαμβάνει και να βασιστεί σε παράγοντες που υποστηρίζουν τις απόψεις του.

Ο πολλαπλασιασμός των χρηματοοικονομικών φημών

Με την εμφάνιση του διαδικτύου και άλλων ηλεκτρονικών τεχνολογιών που επιτρέπουν τη στιγμιαία διάδοση των πληροφοριών, η διαχείριση της αγοράς φημών έχει γίνει πρόκληση περισσότερο από ποτέ. Σύμφωνα με μια εκτίμηση του Ιουλίου 2002, περισσότερες από 3.800 νέες ιστοσελίδες δημιουργούνται κάθε μέρα, περισσότερες από 600.000 σελίδες αρχείων HTML προστίθενται καθημερινά σε υφιστάμενες ιστοσελίδες, και περισσότερα από 250.000 νέα μηνύματα ποστάρονται σε ομάδες ειδήσεων (CyberAlert, 2002). Παρακολουθώντας αυτή τη συντριπτική ποσότητα πληροφοριών για την ακρίβεια έχει γίνει ένα δύσκολο, χρονοβόρο και δαπανηρό καθήκον για τις επιχειρήσεις, ακόμη και με τη βοήθεια δημόσιων μηχανών αναζήτησης.

Οι εικόνες των γειτόνων που μοιράζονται φήμες από τον φράχτη που χωρίζει τις αυλές τους ή διάδοση μιας ιστορίας σε μια σειριακή αλυσίδα τηλεφωνικών κλήσεων δεν επαρκούν πλέον για να χαρακτηρισθούν επαρκώς ως οι πιο σύνθετοι τρόποι με τους οποίους μεταδίδονται οι πληροφορίες στη σύγχρονη κοινωνία. Σήμερα, μια φήμη μπορεί να διαδοθεί σχεδόν ακαριαία από ένα άτομο με ελάχιστες δεξιότητες πληροφορικής μέσω ενός κλικ ποντικιού και, μέσα σε ένα

διάστημα πολλών ωρών, μια εταιρεία μπορεί να βιώσει καταστροφικές χρηματοοικονομικές επιπτώσεις ως αποτέλεσμα.

Ένα παράδειγμα για το πώς μια ανεπιβεβαίωτη ιστορία μπορεί να είναι αναφερθεί ως είδηση εμπλέκει μια ψευδή αναφορά που ήταν σκόπιμα φυτεμένη για την οικονομική κατάσταση της Emulex, μιας κατασκευαστικής εταιρείας εξοπλισμού πληροφορικής δικτύωσης στην Καλιφόρνια. Στις 25 Αυγούστου 2000 ένα ψεύτικο δελτίο τύπου ανέφερε ότι η Emulex ήταν υπό ομοσπονδιακή έρευνα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), και αναθεωρούσε τα τριμηνιαία κέρδη της να παρουσιάζουν απώλειες, και ότι ο διευθύνων σύμβουλος της είχε παραιτηθεί. Η ιστορία για την έρευνα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ειδικότερα, είχε εξαπλωθεί σαν φωτιά στο διαδίκτυο και, όπως ήταν αναμενόμενο, τα ψευδή δημοσιεύματα είχαν καταστροφικό αντίκτυπο στη μετοχή της Emulex, με αποτέλεσμα να πέσει κατακόρυφα, μόλις άνοιξαν οι αγορές (Goldstein & Carrel, 2000). Το αντίκτυπο των ανεπιβεβαίωτων ειδήσεων ήταν άμεσο- η μετοχή της Emulex υποχώρησε περισσότερο από 50% μέσα σε 15 λεπτά αφότου διαδόθηκε η ιστορία. Συγκεκριμένα, οι μετοχές της εταιρείας υποχώρησαν μέχρι και \$68, ή 61%, που αντιπροσωπεύει απώλεια 2,45 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε αγοραία αξία. Μέχρι το απόγευμα, οι συναλλαγές είχαν διακοπεί μόλις οι ειδήσεις είχαν ανακαλυφθεί και η εταιρεία τοποθέτησε μια εκστρατεία δημοσίων σχέσεων και έκδωσε αρνήσεις σε μια απελπισμένη προσπάθεια ελέγχου ζημιών. Αν και η μετοχή ανάκτησε ένα μεγάλο μέρος των ζημιών της μέχρι το τέλος της μέρας, καθώς η έκθεση της απάτης έλαβε ευρεία κάλυψη από τα ΜΜΕ, οι μετοχές της Emulex, ωστόσο, είχαν πέσει 6,5% την Παρασκευή (η ημέρα που εμφανίστηκε η απάτη) και ακόμα 5,9% τη Δευτέρα («Ηχώ μιας απάτης», 2000).

Κατά ειρωνικό τρόπο, μερικοί χρηματοοικονομικοί αναλυτές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η απάτη δεν είχε βλάψει ουσιαστικά την Emulex και στην πραγματικότητα μπορεί να έχει επωφεληθεί από αυτήν, ως αποτέλεσμα της εθνικής έκθεσης η εταιρεία έλαβε στον απόηχό της. Ωστόσο, η υπόθεση Emulex υπογραμμίζει την αυξανόμενη επιρροή των τεχνολογιών πληροφορίας και την ανταγωνιστική φύση των δημοσίων σχέσεων και υπηρεσιών ειδήσεων. Παρά τους ελέγχους, στη βιασύνη τους να νικήσουν τον ανταγωνισμό με φαινομενικές ειδήσεις, οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες πληροφοριών στην περίπτωση αυτή απέτυχε να ελέγξει την ακρίβεια του ψευδούς δελτίου ειδήσεων. Το ψεύτικο δελτίο τύπου για τις δυσκολίες αγοράς της Emulex υποκινήθηκε από ένα μόνο άτομο, αλλά επεκτάθηκε ακαριαία μέσω του διαδικτύου και άλλων ηλεκτρονικών μέσων.

Η απάτη της Emulex αντιπροσωπεύει μόλις μια μεμονωμένη περίπτωση. Στην πραγματικότητα, έχουν υπάρξει πολλά παρόμοια περιστατικά στα οποία

πλαστά δελτία τύπου στάλθηκαν απευθείας σε online πίνακες μηνυμάτων. Ένα χρόνο νωρίτερα, οι τεχνολογίες PairGain επέκειτο σε μια πλαστή διαδικτυακή είδηση που αναπτύχθηκε από έναν δυστυχημένο πρώην υπάλληλο που υποδήλωνε ότι η εταιρεία επρόκειτο να αναληφθεί. Στην περίπτωση αυτή, η μετοχή PairGain υπερπήδησε περισσότερο από 30%, αποδεικνύοντας πως ψευδείς φήμες τέτοιου είδους μπορούν να προκαλέσουν τις φήμες στα ύψη. Το γεγονός ότι αυτό δεν συμβαίνει συχνότερα έχει να κάνει με τους ελέγχους που χρησιμοποιούνται από τους καθιερωμένες υπηρεσίες ειδήσεων. Ωστόσο, αυτές οι πρόσφατες ιστορίες αντικατοπτρίζουν υψηλούς πασσάλους και πιθανούς κινδύνους των χρηματοοικονομικής δημοσιογραφίας, στην οποία ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες μπορεί να προκαλέσουν απρόβλεπτες συνέπειες για τη μετοχή μιας εταιρείας πριν η αλήθεια φανερωθεί.

Από τη σκοπιά των επενδυτών και άλλων ενδιαφερομένων μερών στη χρηματοπιστωτική αγορά, ίσως η πιο ανησυχητική πτυχή των υποθέσεων αυτών είναι ο τρόπος που απεικονίζονται οι ειδήσεις και ειδικότερα οι ισχυροί μηχανισμοί με τους οποίους η παραπληροφόρηση διαδίδεται. Αν και η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών έχει αυξηθεί και πέσει σε ανεπιβεβαίωτες και μερικές φορές ψευδείς εκθέσεις στο παρελθόν, είναι η διάχυτη και στιγμιαία διάδοση μέσω πρόσφατων αναδυόμενων καναλιών επικοινωνίας που πιο σαφές διακρίνει το τρέχον χρηματοοικονομικό περιβάλλον από τις προηγούμενες δεκαετίες. Μόλις 20 χρόνια πριν, μια ψεύτικη έκθεση σαν αυτή που στόχευε την Emulex μπορεί να είχε διαδοθεί από ένα ενιαίο πρόγραμμα τηλεοπτικών ειδήσεων, φθάνοντας έτσι σε ένα πιο περιορισμένο και εξειδικευμένο κοινό. Υποθέτοντας ότι η εγκυρότητα της έκθεσης δεν είχε ελεγχθεί από την αρχή, μια ομάδα διαχείρισης της κρίσης Emulex θα είχε μεγαλύτερη ευκαιρία να αντιμετωπίσει την ιστορία πολύ πριν φτάσει σε ένα μεγαλύτερο κοινό ή αποκτήσει αισθητή επίπτωση στην επιχείρηση του την κατάσταση της αγοράς.

Πώς οι φήμες ξεκίνησαν και γιατί εξαπλώθηκαν

Λαμβάνοντας υπόψη τις πολλές μορφές που μπορούν να λάβουν οι φήμες στην επιχείρηση και σε άλλα πλαίσια, φαίνεται ότι δεν υπάρχει απλή εξήγηση στο γιατί οι φήμες αναδύονται, γιατί έχουν την τάση να γίνονται πιστευτές, και γιατί μεταδίδονται από άνθρωπο σε άνθρωπο παρόλο που μερικές φορές έχουν γελοίο ή παράλογο περιεχόμενο. Επιστήμονες της Συμπεριφορικής και άλλοι εμπειρογνώμονες που έχουν μελετήσει εκτενώς αυτή τη μορφή διαπροσωπικών ανταλλαγών έχουν επισημάνει το ρόλο των συλλογικών και ομαδικών αναγκών, των προσωπικών κινήτρων, και των περιστασιακών ή των βασισμένα στα συμφραζόμενα δυνάμεων ως εμπλεκόμενα στην παραγωγή και εξάπλωση της φήμης (Kimmel, 2004).

Η φήμη αντιπροσωπεύει ένα συλλογικό (π.χ., κοινωνικό) φαινόμενο με δυναμική που μπορεί να εξηγηθεί καλύτερα ως συμμετοχή ενός συνδυασμού ψυχολογικών και περιστασιακών παραγόντων. Αυτή η προοπτική έδωσε ώθηση ως αποτέλεσμα του έργου των κοινωνικών ψυχολόγων Gordon Allport και Leo Postman, των οποίων δημιουργικό βιβλίο «Η Ψυχολογία της φήμης (1947)» στάθηκε για πολλά χρόνια ως μία οριστική πραγματεία στις φήμες και στη διάχυσή τους. Αντανακλώντας την εστίασή τους στη διάδοση των φημών κατά τη διάρκεια του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου, έβλεπαν τις φήμες ως μια κρίσιμη πτυχή της διαχείρισης της πληροφόρησης σε περιόδους κρίσης και σύγκρουσης. Τα αποτελέσματα της ανάλυσής τους, τους οδήγησε να συνάψουν ότι η μετάδοση μιας φήμης είναι παρόμοια με μια διαδικασία συλλογικής επίλυσης προβλημάτων, και ότι οι φήμες τίθενται σε κίνηση και εξαπλώνονται όταν υπάρχει ασάφεια σχετικά με τα πραγματικά γεγονότα γύρω από μια κατάσταση και όταν το θέμα της ιστορίας έχει κάποια σημασία τόσο στον ομιλητή όσο και τον ακροατή – ο λεγόμενος «βασικός νόμος της φήμης». Με άλλα λόγια, οι αυτοπροσώπως συμμετοχές σε καταστάσεις που χαρακτηρίζονται από ασάφεια ή μια κατάσταση αμφιβολίας είναι ψυχολογικά αποτρεπτικές, και οι φήμες μπορεί να θεωρηθούν ως μία ομαδική προσπάθεια να διακριθούν τα πραγματικά γεγονότα και να αποκτηθεί γνωστική σαφήνεια και περάτωση. Υπό την έννοια αυτή, οι φήμες είναι σαν υποθέσεις ή αβέβαιες εξηγήσεις μετά από τα γεγονότα.

Οι Allport και Postman θα μπορούσαν κάλλιστα να είχαν κατά νου φήμες που εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές ρυθμίσεις όπως εκείνες που προκύπτουν κατά τη διάρκεια του πολέμου αναπτύσσοντας τις αντιλήψεις τους σχετικά με την αιτιολογία των φημών. Η μεταβλητή της ασάφειας, η οποία είναι κεντρικής σημασίας

για την κατανόηση της ψυχολογίας της φήμης, μπορεί να θεωρηθεί ως συνώνυμη της γενικής ή ελεύθερης διακύμανσης αμφιβολίας που προκλήθηκε από μία κατάσταση στην οποία υπάρχει ανάγκη για πληροφορίες ή γνωστική σαφήνεια. Καθώς κάθε επενδυτής γνωρίζει τα πάντα πάρα πολύ καλά, μια ευρέως διαδεδομένη αίσθηση της αβεβαιότητας αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Εκτός από τα αμφιλεγόμενα και ανεξέλεγκτα στοιχεία, αναγνωρίζεται πλέον επίσης ότι οι φήμες δημιουργούνται και μεταδίδονται όταν οι συνθήκες είναι συναισθηματικά εμπλεκόμενες ή προκαλούν φόβο στους ανθρώπους (π.χ., Walker & Beckerle, 1987). Στην ουσία, το άγχος που προκαλείται από συναισθηματικά ασταθείς καταστάσεις παρέχει μια κινητήρια δύναμη για εξάπλωση φημών. Έτσι, είναι κατανοητό ότι οι φήμες αντιπροσωπεύουν ένα λογικό αποτέλεσμα ενός κόσμου σε ροή, σε μεγάλο βαθμό διότι ο φόβος είναι ένα φυσικό αποτέλεσμα ενός ταχέως μεταβαλλόμενου κόσμου που, για τους περισσότερους ανθρώπους, έχει γίνει σταδιακά όλο και πιο δύσκολο να κατανοηθεί πλήρως. Εφαρμόζοντας κάποιες από αυτές τις ιδέες στον επιχειρηματικό κόσμο, μπορούμε να συνειδητοποιήσουμε γιατί οι φήμες τείνουν να είναι τόσο διαδεδομένες στο πλαίσιο αυτό. Σύμφωνα με τον κοινωνικό ψυχολόγο Ralph Rosnow (2001), οι φήμες είναι ένα πιθανό αποτέλεσμα όταν οι άνθρωποι έρχονται αντιμέτωποι με απρόβλεπτα συμβάντα ή έχουν προσβληθεί από τις απρόβλεπτες συνέπειες αναμενόμενων γεγονότων, όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές, και αλλαγές στη διαχείριση. Κατά την άποψή του, «όσο πιο περίπλοκα είναι αυτά τα γεγονότα, τόσο περισσότερο οι άνθρωποι πρέπει να επινοήσουν ιστορίες για να θέσουν το άγχος τους να ξεκουραστεί ... και να προσκομίσουν συνθήματα για να καθοδηγήσουν τη μελλοντική συμπεριφορά τους». Είναι πιθανό ότι οι παράγοντες που έχουν εμπλακεί στην εμφάνιση και εξάπλωση των φημών είναι αλληλένδετοι. Καθώς η αβεβαιότητα που περιβάλλει μία κατάσταση αυξάνεται, θα μπορούσαμε να αναμένουμε και μια όξυνση ανησυχιών, και η αβεβαιότητα γίνεται πιο δύσκολη στους ανθρώπους για να ανέχονται κάτω από εξαιρετικά αγχωτικές συνθήκες.

Τι κάνει τις φήμες να συνεχίζονται από τη στιγμή που θα αρχίσουν να κυκλοφορούν; Ένας παράγοντας που φαίνεται να χρησιμεύσει ως ένας κρίσιμος μηχανισμός για τη διάχυση της φήμης είναι ο βαθμός ρεαλισμού ή «ευπιστία» στην φήμη. Δηλαδή, εκτός αν οι φήμες είναι πιστευτές ή τουλάχιστον κάπως λογικές στους αποδέκτες τους, είναι απίθανο να περάσουν σε άλλους. Στην πραγματικότητα, όταν μια φήμη λαμβάνεται, ένα από τα πρώτα βήματα που ο παραλήπτης λαμβάνει, πριν αποφασίσει αν θα περάσει το μήνυμα, είναι για να αξιολογήσει την αξιοπιστία της. (π.χ., Kimmel & Keefer, 1991, Rosnow, Yost, & Esposito, 1986). Αν η φήμη έχει ληφθεί από μία αξιόπιστη πηγή, οι πιθανότητες είναι ότι ο παραλήπτης θα είναι

λιγότερο σκεπτικός σχετικά με την αξιοπιστία της ιστορίας από ό, τι εάν το αντίθετο συμβαίνει, και πιο πρόθυμος να δεχτεί οποιαδήποτε απόδειξη, ανεξαρτήτως πόσο αδύναμη είναι, για να καθιερώσει ένα επίπεδο πίστης. Η επανάληψη τείνει να ενισχύει την πίστη, έτσι ώστε όσο περισσότερες φορές μια φήμη λαμβάνεται, τόσο πιο πιθανό να αξιολογείται ως αξιόπιστη.

Οι φήμες δεν είναι κατά κανένα τρόπο μυστηριώδεις ή ακόμα και μαγικές, όπως πολλοί άνθρωποι στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξακολουθούν να πιστεύουν. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτελούν γόνιμο έδαφος για τις φήμες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι σε τέτοια περιβάλλοντα, ένας περιορισμένος αριθμός ανθρώπων, πρέπει να λάβει ριψοκίνδυνες αποφάσεις υπό συνεχή πίεση και άγχος, ενώ πλημμυρίζεται από ειδήσεις. Αυτές οι περιστάσεις καθιστούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές εξαιρετικά «ευάλωτες» στην εμφάνιση των φημών. Δεδομένου ότι οι φήμες είναι το αρχαιότερο μέσο μαζικής ενημέρωσης στον κόσμο, θα υπάρχουν φήμες, όπου υπάρχουν και χρηματοοικονομικές αγορές. Πολλοί άνθρωποι δείχνουν άμεσα αρνητική αντίδραση στο άκουσμα της λέξης «φήμη». Θεωρούν ότι οι φήμες είναι κάτι το επικίνδυνο, δύσκολο να κατανοηθούν ή ακόμη και ότι πρέπει να απαγορευτούν. Αυτή η άποψη δεν υποστηρίζεται. Μια λεπτομερής ανάλυση κατά την αρχική φάση μιας φήμης επιτρέπει διορατικότητα και καλύτερη κατανόηση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της. Οι φήμες δεν εμφανίζονται χωρίς λόγο. Υπάρχει πάντα κάτι στο παρασκήνιο, το οποίο μπορεί να είναι ένα συμβάν, μια λεπτομέρεια ή καθαρή φαντασία. Μπορεί να υποβληθεί σε επεξεργασία αυθόρμητα ή να προκληθεί εσκεμμένα. Η πηγή δεν είναι τόσο σημαντική όσο πολλοί πιστεύουν. Κρίσιμης σημασίας για τη διάδοση και τις επιπτώσεις της φήμης είναι αυτό που κάνει το κοινό από αυτή. Παρά το γεγονός ότι για πολλούς ανθρώπους το ζήτημα της πηγής είναι ενδιαφέρουσα ερώτηση, από επιστημονική άποψη, δεν είναι. Η ιδέα μιας κρυμμένης, στρατηγικής λειτουργικής πηγής μιας φήμης επιβιώνει επίμονα και επιτρέπει στο κοινό να δικαιολογήσει το γεγονός ότι πιστεύει μια ψευδή φήμη. Η πηγή μπορεί να κατηγορηθεί για τα πάντα και η ευθύνη για τη δημιουργία της μπορεί να αποσιωπηθεί τελείως. Υποστηρίζεται ότι η αξιολόγηση της πηγής της φήμης στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι σχεδόν αδύνατη. Οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξελίσσονται πιο συχνά αυθόρμητα και χωρίς συγκεκριμένο λόγο. Η συχνότητα των φημών είναι σημαντικά υψηλότερη στις ασταθείς από ό, τι σε μη ασταθείς αγορές. Αυτό το φαινόμενο εξηγείται εύκολα από την επιθυμία να λάβουν επιπλέον ειδήσεις σε αβέβαιους καιρούς, ακόμη και αν είναι λιγότερο ακριβείς. Στο άκουσμα μιας φήμης γίνονται δύο πράγματα: παρατηρείται η κίνηση των τιμών και έρχονται σε επαφή με άλλους ανθρώπους για να ακούσουν τις σκέψεις τους. Ενδιαφέρον αρκετά, είναι ότι μιλώντας γι' άλλους ανθρώπους είναι ήδη

μια μορφή διάδοσης φήμης, αν και είναι συνήθως ακούσια. Με την προσέγγιση άλλων ανθρώπων σηματοδοτούν ότι θεωρούν ότι η φήμη ότι είναι σημαντική, ή ακόμη και πιστευτή. Αφήνουν να εξαπλωθεί η φήμη και αυτή γίνεται σημαντική χωρίς να το γνωρίζουν.

Οι φήμες δεν εξαπλώνονται αυτομάτως, αλλά οι άνθρωποι πρέπει να μιλήσουν γι' αυτές. Υπάρχουν αρκετές προϋποθέσεις που επηρεάζουν την εξάπλωση των φημών. Οι συνθήκες αυτές εξαρτώνται εν μέρει από το μέσο μέσω του οποίου η φήμη διαδίδεται. Στις χρηματοπιστωτικές αγορές κάνει κανείς λόγο για φήμες για να ρωτήσει και να πείσει. Οι παράγοντες της αγοράς δεν είναι βέβαιοι εάν οι άλλοι ξέρουν ενδεχομένως περισσότερα απ' όσα κάνουν. Μιλώντας για μια φήμη, υπάρχει ελπίδα να ληφθούν πιο ακριβείς, επικυρωμένες ειδήσεις. Είναι σημαντικό να συνειδητοποιηθεί ότι επικοινωνώντας με άλλους, το πρόσωπο που ερευνά εκθέτει ήδη τον εαυτό του να εξετάσει τη φήμη για να είναι σημαντική. Τα άτομα που πλησιάζουν άλλους είναι ήδη προκατειλημμένα και αναζητούν υποστήριξη για τις δικές τους απόψεις. Αν το άτομο δεν θεωρεί ότι είναι σημαντική, δεν θα ήθελε να μιλήσει γι' αυτήν. Οι φήμες μπορούν μόνο να εξαπλωθούν επειδή είναι πιστευτές. Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης βρίσκονται σε πολύ βολική κατάσταση, επειδή μπορεί να ισχυριστούν ότι μεταδίδουν τη φήμη χωρίς να κρίνουν το περιεχόμενό της. Ισχυρίζονται ότι δεν μπορούν να κατηγορηθούν για τυχόν συνέπειες μιας φήμης. Όλοι πρέπει να κρίνουν την ακρίβεια και την εγκυρότητα της φήμης για τον εαυτό τους. Αυτό συμβαίνει σε ορισμένο βαθμό. Ωστόσο, τα μέσα ενημέρωσης είναι υπεύθυνα για την επιλογή και παρουσίαση των ειδήσεων. Γνωρίζουν καλά πως οι ειδήσεις παρουσιάζονται ώστε να επηρεάζουν δραματικά την αντίδραση των ανθρώπων. Είναι ευθύνη τους να κρίνουν και να αξιολογούν ποιες ειδήσεις και πώς να παρουσιάζονται στο κοινό. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής δείχνουν ότι οι φήμες ταξιδεύουν με μεγάλη ταχύτητα. Το να πιστέψεις τις φήμες εξαρτάται από την αξιοπιστία της πηγής και την αληθοφάνεια και τη σκοπιμότητα των ειδήσεων. Οι φήμες μπορεί να είναι πιστευτές επειδή οι άνθρωποι θέλουν να τις πιστέψουν. Για τους περισσότερους συμμετέχοντες οι καθοριστικοί παράγοντες για να πιστέψουν μια φήμη είναι το πρόσωπο από το οποίο ακούν τη φήμη και η κίνηση των τιμών. Ο καθοριστικός παράγοντας για τον οποίο μπορεί να μειωθεί η πίστη της αγοράς για τις φήμες είναι η κίνηση των τιμών. Η κίνηση των τιμών αντανακλά επομένως την πεποίθηση της αγοράς ως άθροισμα όλων των πεποιθήσεων.

Δεν πρέπει να αναμένεται ότι οι επενδυτικές στρατηγικές σε φήμες υπάρχουν για συστηματικά κέρδη. Ωστόσο, αξίζει τον κόπο η λεπτομερής ανάλυση της φήμης στην πρώιμη φάση της. Η ανάλυση θα βοηθήσει στην αναγνώριση των παραγόντων που οδηγούν τη διαδικασία εμφάνισης καθώς και την πιθανή επίπτωση της φήμης.

Αυτό θα πρέπει να αναπτύξει τη διαίσθησή του συμμετέχοντα για την αξιολόγηση της αντίδρασης της αγοράς στη φήμη. Τα δίκτυα πληροφοριών έχουν αξία αν χρησιμοποιούνται σωστά, αλλά δεν έχουν αν χρησιμοποιούνται απλά ως εργαλείο για να πείσει άλλους ανθρώπους για τη γνώμη κάποιου. Τα δίκτυα πληροφοριών, όταν χρησιμοποιούνται για την ανταλλαγή διαφορετικών απόψεων και αντιλήψεων, μπορεί να συμβάλουν σε μια πιο ακριβή και αξιόπιστη εκτίμηση της κατάστασης. Επιπλέον, οι περισσότεροι έμποροι εξαπλώνουν μια φήμη στους ανθρώπους με προτεραιότητα, ελπίζοντας για αμοιβαία δράση. Όταν πρόκειται για συστηματικά πρότυπα των τιμών σε φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, δε συμφωνούν σε μια ενιαία άποψη, αλλά διαφωνούν για το αν τέτοια σχέδια υπάρχουν, και αν ναι, πώς φαίνονται. Ακόμα κι αν υπάρχουν, και οι τιμές διακυμαίνονται στο νέο αναμενόμενο επίπεδο, είναι ακόμα δύσκολο να καθοριστεί η εμφάνιση και η διάσταση των διακυμάνσεων. Αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι είναι πολύ δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να προβλεφθούν τέτοιες διακυμάνσεις τιμών. Επίσης υποστηρίζεται ότι ο δημιουργός δεν επωφελείται συστηματικά αλλά αντιμετωπίζει ουσιαστικά τις ίδιες δυσκολίες με τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Ο δημιουργός δεν ξέρει πώς το κοινό θα αντιδράσει στα νέα - αν θα αγνοηθούν ή αν θα εξελιχθούν σε μια φήμη που θα επηρεάσει έντονα την τιμή του περιουσιακού στοιχείου. Επιπλέον, εάν υπάρχει πραγματικό αντίκτυπο στην αγορά, τότε η πρόβλεψη πώς και πόσο έντονα η τιμή θα κινηθεί, είναι πολύ δύσκολη, αν όχι αδύνατη. Ένας παράγοντας που πρέπει να παρατηρηθεί με σχετικά υψηλή ακρίβεια είναι η αντίδραση των συμμετεχόντων στην αγορά σε μια φήμη μετά από μια μεταβολή της τιμής, καθώς τη θεωρούν ως ένδειξη πίστης και άλματος στο προσκήνιο. Αυτό αποτελεί ισχυρή απόδειξη της αγελαίας συμπεριφοράς των επενδυτών. Η αγελαία συμπεριφορά οδηγεί σε βραχυπρόθεσμη κεκτημένη ταχύτητα, υπερβολική αστάθεια και μακροπρόθεσμη αντιστροφή που παρατηρείται συχνά στις χρηματοοικονομικές αγορές και στη συνέχεια οδηγεί σε τάσεις.

Παραλλαγές σε ένα θέμα: Μια τυπολογία των χρηματοοικονομικών φημών

Οι χρηματοοικονομικές φήμες είναι πιθανό να προκύψουν καθημερινά σχετικά με εταιρικές αποκτήσεις και εξαγορές, συγχωνεύσεις, και κινήσεις μετοχών. Αυτά τα είδη φημών είναι ένα τόσο επίμονο φαινόμενο στον κόσμο των χρηματοοικονομικών που τα τελευταία χρόνια πολλά μέσα μαζικής ενημέρωσης έχουν δημιουργηθεί ειδικά για να τις αναφέρουν, συμπεριλαμβανομένων της εφημερίδας Wall Street με τις στήλες «Heard on the Street» και «A breast of the Market», της στήλης του Business Week «Inside Wall Street», και της ιστοσελίδας SmartMoney. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η κερδοσκοπία παράχθηκε από αυτές τις αβάσιμες ιστορίες που ποτέ δεν εξακριβώθηκαν, αλλά δεν σημαίνει ότι δεν θα προκαλέσουν αντίδραση στην αγορά (La Monica, 1999a). Σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές, είναι λιγότερο από ένα τυχερό παιχνίδι για τους επενδυτές απλά να ακολουθήσουν πρότυπα για ένα στόχο εξαγοράς, για παράδειγμα, παρά να βασιστούν σε φήμες εξαγοράς. Αυτό είναι επειδή οι ενημερωμένοι επενδυτές που πιστεύουν ότι μια φήμη μπορεί να έχει κάποια αξία είναι πιο πιθανό να αγοράσουν δικαιώματα σχετικά με το στόχο της εταιρείας. Αυτά τα δικαιώματα που αγοράζεις σε καθορισμένη τιμή τείνουν να έχουν υψηλότερη απόδοση από την πραγματική μετοχή.

Με βάση το περιεχόμενό τους, είναι δυνατόν να γίνει διάκριση τριών βασικών τύπων χρηματοοικονομικών φημών, ανάλογα με το κατά πόσο οι φήμες αφορούν εταιρείες, ανθρώπους, ή το οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον. Αναλυτικότερα:

Χρηματοοικονομικές φήμες που αφορούν εταιρείες

Αυτές οι φήμες είναι ανεπιβεβαίωτοι ισχυρισμοί που αφορούν άμεσα τη χρηματοοικονομική συμπεριφορά ορισμένων επιχειρήσεων, όπως όταν η εταιρεία X φημολογείται ότι ετοιμάζει μία προσφορά εξαγοράς σχετικά με την εταιρεία Y. Στα μέσα Ιουλίου του 1999, μόλις μια τέτοια ιστορία προέκυψε όταν τη πολιορκούμενη αλυσίδα φαρμάκων Rite Aid φημολογήθηκε ότι βρίσκεται στα πρόθυρα να ξεπουληθεί στη Wal-Mart. Σχεδόν αμέσως, η μετοχή της Rite Aid κέρδισε περίπου 7% σε μια αργή ημέρα διαπραγμάτευσης, παρά το γεγονός ότι αν οι άνθρωποι είχαν πάρει το χρόνο να αξιολογήσουν την ακρίβεια της φήμης θα είχαν αναγνωρίσει ότι ο ισχυρισμός αυτός δεν έβγαζε πραγματικά πολύ νόημα (La Monica, 1999b). Ένα άλλο παράδειγμα τέτοιου είδους φήμης εμφανίστηκε τον Οκτώβριο του 2000, όταν τα

μερίδια της Deutsche Bank AG υποχώρησαν 7% λόγω της φήμης ότι είχε χάσει 1 δισεκατομμύριο δολάρια για μια συμφωνία ομολόγων υψηλού κινδύνου που ήταν απογοητευτική. («Junk-Bond Rumors», 2000).

Χρηματοοικονομικές φήμες που αφορούν ανθρώπους

Αυτή η δεύτερη κατηγορία χρηματοοικονομικών φημών επικεντρώνεται στις προσωπικότητες στον κόσμο των επιχειρήσεων των οποίων οι δραστηριότητες θα μπορούσαν να έχουν συνέπειες για την οικονομική σταθερότητα των επιχειρήσεων τους ή στις χρηματοπιστωτικές αγορές γενικότερα. Αυτές οι φήμες θα μπορούσαν να περιγράψουν την απόφαση του διευθυντή να παραιτηθεί από μια θέση, την εσωτερική διαμάχη μεταξύ των ανθρώπων που αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος μιας ομάδας με εξαίρεση τους ηγέτες και τους αξιωματικούς, τις συγκρούσεις μεταξύ του βασικού μετόχου και του Διευθύνοντα Συμβούλου, και άλλα παρόμοια. Τέτοια ήταν η περίπτωση όταν μια ιστορία ξεκίνησε να κυκλοφορεί ότι ο Διευθυντής Οικονομικών της Oracle, εταιρείας λογισμικού, ήταν δυσαρεστημένος με την επιχείρηση και σκόπευε να φύγει. Αυτή η κερδοσκοπία είχε σκοπό να προκαλέσει πτώση στα μερίδια της Oracle κατά 15% στο χρηματιστήριο NASDAQ, και ανταποκρίθηκε με κάποιες λαθεμένες συναλλαγές που συνέβησαν μεταξύ της σύγχυσης γύρω από τις φήμες («Oracle Hit», 2000).

Φήμες που αφορούν γεγονότα

Αυτό το είδος χρηματοοικονομικών φημών εξαρτάται από γεγονότα που συμβαίνουν στο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον. Οποιοσδήποτε αριθμός γεγονότων σε αυτούς τους χώρους μπορεί να αποτελέσει απειλή για αστάθεια που μπορούν να επηρεάσουν τη συναλλακτική δραστηριότητα στο χρηματιστήριο, συμπεριλαμβανομένων εικασίες σχετικά με την υγεία των ηγετών του κόσμου, τις εκλογές, την παραγωγή καφέ στη Βραζιλία, και τα λοιπά. Για παράδειγμα, οι εκθέσεις που εμφανίστηκαν σε μια κινέζικη οικονομική εφημερίδα στις αρχές του 2004 υποστήριξαν ότι η κεντρική τράπεζα ήταν έτοιμη να ανατιμήσει το νόμισμα γουάν κατά 5% για τους επόμενους μήνες. Η κερδοσκοπία αυτή ανέπτυξε ελπίδες στις χρηματοπιστωτικές αγορές στις Ηνωμένες Πολιτείες για ένα μικρότερο έλλειμμα και μία επιβράδυνση της απώλειας θέσεων εργασίας της βιομηχανίας στην Κίνα (Porter, 2004).

Σε μια άλλη περίπτωση, η φημολογούμενη επιστροφή στο επαγγελματικό μπάσκετ του Μάικλ Τζόρνταν το 1993, μετά την αρχική του απόσυρση από το παιχνίδι, οδήγησε σε επενδυτικές ενέργειες που αύξησαν σημαντικά τη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων των οποίων τα προϊόντα είχαν εγκριθεί από τον Τζόρνταν. Η ερευνήτρια του μάρκετινγκ Lynette Mathur και οι συνεργάτες της (Mathur, Mathur, & Rangan, 1997) εξέτασαν την επίδραση των φημών για την επικείμενη επιστροφή του Τζόρνταν στο μπάσκετ στην κερδοφορία των πέντε από τις κορυφαίες εταιρείες που είχαν προϊόντα που εγκρίθηκαν από τον αθλητή: General Mills (Wheaties), McDonald's (Pounders Quarter Pounders, Value Meals), Nike (Air Jordan), Quaker Oats (Gatorade), και Sara Lee (Hanes Underwear). Επειδή αυτές οι επιχειρήσεις ήταν σε ώριμες αγορές με περιορισμένες δυνατότητες ανάπτυξης, οι ερευνητές θεώρησαν ότι τα θετικά αποτελέσματα της φήμης για τις εν λόγω εταιρείες θα αποκαλύπτονταν καλύτερα μέσω μίας εξέτασης των μεριδίων αγοράς των ανταγωνιζόμενων εταιρειών που είχαν προϊόντα που δεν είχαν εγκριθεί από τον Τζόρνταν (π.χ., Kellogg, Wendy's, η Coca Cola, Reebok). Για να το ελέγξουν αυτό, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν μια προσέγγιση γνωστή ως μεθοδολογία μελέτης γεγονότος, η οποία εντοπίζει τα αποτελέσματα αποτίμησης των αποφάσεων μάρκετινγκ.

Με τη μέθοδο αυτή, τεκμαίρεται ότι οι επενδυτές αξιολογούν και χρησιμοποιούν όλες τις σχετικές νέες πληροφορίες που έρχονται σε αυτούς πριν από τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Ενώ οι περισσότερες από τις πληροφορίες δεν θα θεωρούνται αρκετά σημαντικές ώστε να επηρεάσουν τις επενδυτικές στρατηγικές τους ή τις τιμές των μετοχών, περιστασιακά κάποια νέα στοιχεία θα ληφθούν που φαίνεται ότι είναι αρκετά σημαντικά ώστε να επηρεάσουν την αξιολόγηση των επενδυτικών στρατηγικών και των επακόλουθων ενεργειών. Οι πληροφορίες που αντιμετωπίζονται θετικά τείνουν να οδηγούνται σε αγορές των επενδυτών που χρησιμεύουν για να αυξηθεί η τιμή της μετοχής, ενώ αυτές που αξιολογούνται αρνητικά θέτουν πτωτικές πιέσεις στις τιμές των μετοχών. Εν ολίγοις, τα ευρήματα των Mathur και al. ήταν σύμφωνα με τις προσδοκίες: επενδυτές των εταιρειών του Τζόρνταν αντέδρασαν πολύ θετικά με τις φήμες για την αναμενόμενη επιστροφή του στο NBA και, σε συνδυασμό με την αυξημένη προβολή του στα μέσα ενημέρωσης, αυτό οδήγησε σε μια μέση αύξηση στις προσαρμοσμένες αξίες των επιχειρήσεων πελατών του στην αγορά πάνω από 1 δισ. Δολάρια (2%) σε χρηματιστηριακή αξία. Μια αντίστοιχη αρνητική αντίδραση στις φήμες σημειώθηκε για τις τιμές των μετοχών των ανταγωνιζόμενων εταιρειών.

«Μην αφήνετε τη γλώσσα σας να είναι μία σημαία, που στον άνεμο της κάθε φήμης αρχίζει να φτερουγίζει».

Imhotep (2650 BC)

Φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές και «insider trading»

(«insider trading»: αγοραπωλησία μετοχών στο χρηματιστήριο από άτομα τα οποία έχουν πληροφορίες οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στο κοινό, αθέμιτη χρηματιστηριακή εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών)

Το insider trading είναι παράνομο. Σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το insider trading αναφέρεται γενικότερα στην «αγορά ή πώληση ενός χρεογράφου, κατά παράβαση ενός πιστωτικού καθήκοντός ή άλλη σχέση εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας, ενώ στην κατοχή του έχει υλικό, εμπιστευτικές πληροφορίες σχετικά με το χρεόγραφο.

Όσον αφορά τις φήμες, το ζήτημα του insider trading πρέπει να τίθεται σε σχέση με την εμπιστευτική διαθεσιμότητα των πληροφοριών. Ο Fleming αναφέρει ότι «διαπραγματεύοντας σε υλικό, το insider trading απαγορεύεται μόνο αν οι πληροφορίες αυτές είναι πραγματικά μη-δημόσιες». «Για να αποτελούν εμπιστευτικές πληροφορίες, πρέπει οι πληροφορίες να είναι συγκεκριμένες και περισσότερο ιδιωτικές από τις γενικές φήμες». Η παραβίαση των νόμων χρεογράφων δεν έχει βρεθεί, ενώ «οι πληροφορίες που ανακοινώνονται είναι τόσο γενικές ώστε ο παραλήπτης τους επ' αυτού εξακολουθεί να αποτελεί σημαντικό οικονομικό κίνδυνο που ο δელεαστικός στόχος του, θα αποδειχθεί "λευκός ελέφαντας" (= το όποιο «έργο» έχουν κάνει και «υποστηρίζουν», είναι ασήμαντο μπρος στο κόστος της δικής τους διατήρησης). «Ωστόσο, η επιβεβαίωση εκ των έσω των φημών ότι μια εταιρεία βρίσκεται σε συζητήσεις πραγματικής συγχώνευσης, ακόμη και αν δεν παρέχονται συγκεκριμένες λεπτομέρειες της συγχώνευσης, αποτελεί μια άκρη των μη-δημόσιων πληροφοριών».

Οι φήμες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε σχέση με το insider trading ως εξής:

1. Διάδοση «επαληθευμένων» ψευδών πληροφοριών: είναι σαφώς παράνομη. Η υπόθεση Emulex εμπίπτει στην κατηγορία αυτή, όπου ένας νεαρός χάκερ δημιούργησε έναν ψευδή τύπο, και ήξερε από τότε ότι το περιεχόμενο ήταν ψευδές. Στη συνέχεια ο χάκερ πρώτα πώλησε τη μετοχή βραχυπρόθεσμα και περίμενε έως ότου η είδηση διαδοθεί για να πραγματοποιήσει κέρδος.

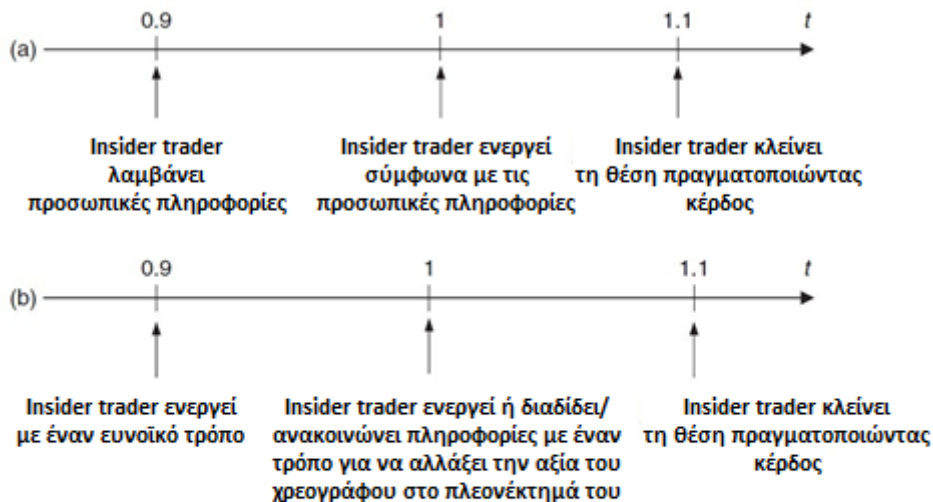
2. Διάδοση φήμων: διαδίδοντας φήμες ως εκ τούτου δεν είναι παράνομο, αν και μερικές φορές είναι σαφώς στη βαθιά γκρι ζώνη. Κατά τα έτη 1999 και 2000, ο Jonathan Lebed στόχευε να επηρεάσει τους ανθρώπους να αγοράσουν μετοχές και ως εκ τούτου να ανεβάσουν την τιμή διαπραγμάτευσης. Πρέπει να ειπωθεί ότι τα μέσα μαζικής ενημέρωσης δεν καθορίζουν αν μια πληροφορία είναι αξιόπιστη ή όχι, αλλά το Διαδίκτυο είναι ιδιαίτερα ευάλωτο στην εξάπλωση αναξιόπιστων ειδήσεων.
3. Insider trading με εξακριβωμένες πληροφορίες: το insider trading γίνεται εξ ορισμού με εξακριβωμένες πληροφορίες, δηλαδή πληροφορίες που λήφθηκαν πριν από άλλους είναι βέβαιο ότι θα είναι αληθινές. Αυτό είναι ένας σημαντικός παράγοντας που διαφοροποιεί το insider trading από τη διαπραγμάτευση στις φήμες. Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό του insider trading σε επαληθευμένες πληροφορίες είναι η ακολουθία στην οποία η πληροφορία γίνεται δεκτή και αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Με το insider trading πρώτα λαμβάνεται η πληροφορία και στη συνέχεια διαπραγματεύεται, και όχι το αντίθετο.
4. Insider trading επιγράφοντας την εμπιστευτική πληροφορία ως φήμη: οι εμπιστευτικές πληροφορίες δεν είναι απαραίτητο να χαρακτηρίζονται έτσι. Οι άνθρωποι που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες προσπαθούν να αρνηθούν ότι η εμπιστευτική πληροφορία τους ήταν στην πραγματικότητα εμπιστευτική πληροφορία, και το αποκαλούν διαφορετικά, π.χ. φήμη. Στην πράξη, υπήρξαν αρκετές περιπτώσεις που επισημαίνουν τη λεπτή γραμμή μεταξύ insider trading και διαπραγμάτευσης με φήμες. Παραδείγματος χάριν, ο Lohmann έλαβε εμπιστευτικές πληροφορίες για μια ερχόμενη συγχώνευση μεταξύ Williams Companies και MAPCO. Διαπραγματεύτηκε για εκείνον και τηλεφώνησε σ' ένα φίλο του, που διαπραγματευόταν επίσης. Κατά τη διάρκεια της έρευνας, ο Lohmann στηρίχθηκε σε ένα άρθρο για «ασαφείς φήμες εξαγοράς» και «κερδοσκοπική συμφωνία». Ωστόσο, θα μπορούσε να αποδειχτεί ότι το άρθρο αυτό δημοσιεύθηκε μετά τις διαπραγματεύσεις τους, αν και δηλώθηκε ότι ο Lohmann διέθετε πληροφορίες που ήταν πιο συγκεκριμένες και πιο ιδιωτικές από οποιαδήποτε άλλη φήμη της αγοράς. Ακόμη και αν ο Lohmann είχε εξαπλώσει φήμες για τη συγχώνευση πριν κάνει συναλλαγή, θα μπορούσε να εξακολουθεί να έχει στην κατοχή του ιδιωτικές πληροφορίες που βασίζονται στη διαπραγμάτευση του. Ως εκ τούτου θα είχε ανταλλάξει περισσότερες πληροφορίες, δεδομένου ότι θα ήταν ο μόνος που γνωρίζει με βεβαιότητα ότι η φήμη επρόκειτο να είναι αληθινή και η ενέργεια του θα ήταν παράνομη.

Φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές και χειραγώγηση τιμής

«Η μεγαλύτερη κωμωδία παίζεται στην ανταλλαγή. Εκεί... οι κερδοσκόποι υπερέχουν σε τεχνάσματα, συναλλάσσονται και βρίσκουν δικαιολογίες όπου κρυψώνες, απόκρυψη γεγονότων, καυγάδες, προκλήσεις, κοροϊδία, φαφλατοσύνες, βίαιες επιθυμίες, συμπαιγνία, καλλιτεχνικές εξαπατήσεις, προδοσίες, εξαπατήσεις, ακόμη και τραγικό τέλος μπορούν να βρεθούν».

Joseph de la Vega(1688)

Την περίοδο που οι χειραγωγήσεις στην αγορά ήταν σύνηθες φαινόμενο, ο De la Vega περιγράφει διάφορες τεχνικές για εξαπάτηση αφελών επενδυτών. Για την κατανόηση των σημερινών αγορών, είναι, σημαντικό να γνωρίζεις ότι η χειραγώγηση των τιμών και το insider trading είναι διαφορετικές έννοιες. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεωρεί ότι και τα δύο είναι παράνομα, ενώ η βιβλιογραφία συχνά συγχέει τους δύο όρους. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει τη χειραγώγηση ως μία «εκ προθέσεως πράξη σχεδιασμένη για να παραπλανήσει τους επενδυτές ελέγχοντας ή τεχνητά επηρεάζοντας την αγορά για ένα χρεόγραφο. Η χειραγώγηση μπορεί να περιλαμβάνει μια σειρά από τεχνικές για να επηρεάσει την προσφορά, ή τη ζήτηση ή για μια μετοχή. Αυτές περιλαμβάνουν: διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών για μια εταιρεία, εσφαλμένα περιορίζοντας τον αριθμό των διαθέσιμων δημόσιων μετοχών ή τιμών ή συναλλαγών για τη δημιουργία ψευδούς ή απατηλής εικόνας της ζήτησης για το χρεόγραφο. Ένα από τα στοιχεία που διαφοροποιούν το insider trading από τη χειραγώγηση των τιμών είναι η σειρά με την οποία λαμβάνεται/εξαπλώνεται η πληροφορία και αναλαμβάνεται δράση. Η χειραγώγηση της αγοράς ως εκ τούτου ανήκει στη σειρά «διάδοση των ειδήσεων». Ωστόσο, η χειραγώγηση της αγοράς είναι μια υποομάδα της σειράς «διάδοση των ειδήσεων», δεδομένου ότι κάθε διάδοση των ειδήσεων δεν πρέπει να θεωρείται χειραγωγημένη.



Η αντίστροφη ακολουθία της πληροφορίας και δράσης σχετικά με το "insider trading" και τη χειραγώγηση τιμής. (a) Insider trading. (b) Χειραγώγηση τιμής

Με το insider trading, ο επενδυτής λαμβάνει αρχικά ένα επαληθεύσιμο μέρος των πληροφοριών. Απαραίτητη προϋπόθεση για να χαρακτηριστεί η δράση ως insider trading είναι το γεγονός ότι η δράση στην οποία η πληροφορία βασίζεται, είναι γνωστό ότι είναι αληθινή. Εάν η πληροφορία δεν πρόκειται απαραίτητως να είναι αληθινή, τότε ο επενδυτής δεν είναι σίγουρος αν θα κάνει κάποιο κέρδος. Μια φήμη εξ ορισμού δεν είναι γνωστό αν είναι αληθής ή ψευδής κατά τη στιγμή της εμφάνισης της, έτσι η συναλλαγή που βασίζεται σε φήμες, δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως insider trading. Μετά που ο επενδυτής λάβει τις επαληθευμένες πληροφορίες, διαπραγματεύεται με έναν ευνοϊκό τρόπο για να πραγματοποιήσει ορισμένο κέρδος.

Με τη χειραγώγηση των τιμών η ακολουθία της διαπραγμάτευσης και λήψης/δημοσίευσης των πληροφοριών έχει αντιστραφεί. Πρώτον, ο επενδυτής παίρνει θέση στη χρηματοοικονομική αγορά. Στη συνέχεια, αναλαμβάνει δράση ή δημοσιεύει πληροφορίες, έτσι ώστε η θέση του να αποδειχθεί ευνοϊκή γι' αυτόν. Ανάλογα σχετικά με το τι κάνει, οι Allen και Gale (1992) διακρίνουν μεταξύ της χειραγώγησης που βασίζεται στη δράση και της χειραγώγησης που βασίζεται στην πληροφορία. Εξ ορισμού τους, η χειραγώγηση που είναι βασισμένη στη δράση είναι «χειραγώγηση βασισμένη σε δράσεις που αλλάζουν την πραγματική ή προσδοκώμενη αξία των περιουσιακών στοιχείων». Η χειραγώγηση που είναι βασισμένη στις πληροφορίες ορίζεται ως «απελευθέρωση ψευδών πληροφοριών ή εξάπλωση ψευδών φημών». Όπως και πολλοί άλλοι, οι Allen και Gale εμπίπτουν για την ιδέα ότι οι φήμες πρέπει οπωσδήποτε να αποδειχθούν ψευδείς. Η περίπτωση

Empulex είναι μια από τις οποίες ήταν σαφές ότι οι δημοσιευμένες πληροφορίες ήταν ψευδείς και ως εκ τούτου σαφώς παράνομες. Η περίπτωση του Jonathan Lebed ήταν πολύ λιγότερο σαφής. Δε δημοσίευσε ή εξάπλωσε τυχόν πληροφορίες που ήταν ψευδείς. Αντίθετα επαίνεσε τις εταιρείες που είχε επενδύσει, συμπεριλαμβάνοντας τη διάδοση φημών. Δεν έχει σημασία αν οι φήμες εμπίπτουν στην κατηγορία «παραπλανητική πληροφόρηση, έτσι ώστε να δημιουργηθεί παραπλανητική εικόνα μιας εταιρείας», είναι πιο λογικό να καθοριστεί χειραγώγηση με βάση τις πληροφορίες καθώς η χειραγώγηση βασίζεται στην απελευθέρωση και διάδοση οποιασδήποτε πληροφορίας.

Οι Allen και Gale πραγματοποίησαν μια τρίτη διάκριση στη χειραγώγηση τιμών, που κατά την άποψή τους είναι πολύ πιο δύσκολο για να εξαλειφθεί: χειραγώγηση που βασίζεται στη συναλλαγή. «Αυτό συμβαίνει όταν ένας επιχειρηματίας προσπαθεί να χειραγωγήσει μια μετοχή απλά με την αγορά και πώληση, χωρίς να λαμβάνει οποιαδήποτε δημόσια παρατηρήσιμη ενέργεια για να αλλάξει την αξία της επιχείρησης ή για να απελευθερώσει ψευδείς πληροφορίες για να αλλάξει την τιμή». Ο ορισμός αυτός είναι σημαντικά διαφορετικός από τις άλλους δύο στο ότι δεν υπάρχει καμία ενέργεια ή διάδοση/δημοσίευση πληροφοριών μετά τη διαπραγμάτευση. Η κίνηση των τιμών κατά τις συναλλαγές στο παρελθόν είναι επομένως ο μόνος καθοριστικός παράγοντας για αθέμιτη διαμόρφωση των τιμών στο μέλλον. Παραδοσιακοί χρηματοοικονομικοί μελετητές θα υποστήριζαν ότι μια τέτοια στρατηγική δεν μπορεί να είναι επικερδής. «Όταν ένας επενδυτής προσπαθεί να αγοράσει μια μετοχή, οδηγεί την τιμή προς τα πάνω. Όταν προσπαθεί να την πουλήσει, οδηγεί την τιμή προς τα κάτω. Έτσι, κάθε απόπειρα να χειραγωγήσει την τιμή μιας μετοχής με την αγορά και πώληση, απαιτείται ο επενδυτής να αγοράζει ψηλά και να πωλεί χαμηλά. Αυτό είναι το αντίθετο από αυτό που απαιτείται για να πραγματοποιηθεί κέρδος».

Συνέπειες των Χρηματοοικονομικών φημών

Όποια και αν είναι η φύση τους, οι χρηματοοικονομικές φήμες εξυπηρετούν μια σημαντική λειτουργία για τους επενδυτές σε ένα πλαίσιο όπου τα νέα δεδομένα εκτιμούνται πολύ. Θεωρείται ότι οποιαδήποτε αλλαγή στην τιμή ή τον όγκο των πωλήσεων για μετοχές, ομόλογα, ή εμπορεύματα θα πρέπει μόνο να τεθεί σε απάντηση για τα νέα και σχετικά γεγονότα για τέτοια πράγματα όπως αλλαγές στη διάρθρωση των τιμών των ανταγωνιστών, διακυμάνσεις στα επίπεδα επιτοκίου, δυσκολίες εργασίας, δραστηριότητα εξαγοράς, ανακοινώσεις απολύσεων, νέα

προϊόντα, και σχετικοί παράγοντες. Οι επενδυτές για να επωφεληθούν από τις νέες πληροφορίες πρέπει να ανταποκρίνονται πριν η υπόλοιπη αγορά λάβει τα νέα. Έτσι, στη χρηματοπιστωτική αγορά, η πίεση για να ανταποκριθούν γρήγορα και τα άγχη που ακολουθούν οδηγούν σε ένα έτοιμο σώμα καταναλωτών για μελλοντικών γεγονότων. Μια τέτοια κατάσταση είναι ιδιαίτερα ευνοϊκή για την υποδοχή φημών, οι οποίες φέρουν συχνά μηνύματα διευθυντικών αποφάσεων και της δραστηριότητας της αγοράς, που δεν έχουν ακόμη ανακοινωθεί δημόσια. Δεδομένου ότι το διαδίκτυο και άλλες πρόσφατες τεχνολογικές εξελίξεις στον τομέα της επικοινωνίας έχουν επιταχύνει την απαιτούμενη διαδικασία λήψης αποφάσεων, ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες πρέπει να αξιολογούνται και να αντιδρούν με μεγαλύτερη προθυμία από ό, τι ποτέ πριν.

Όπως ήταν αναμενόμενο, ακόμα και σοβαρά μέσα για πληροφορίες της αγοράς, όπως το *The Wall Street Journal*, συχνά μεταφέρουν φήμες των κερδών ή ζημιών και διοικητικών αποφάσεων που δεν έχουν ακόμα ανακοινωθεί δημοσίως. Αν και αποτελεσματικοί θεωρητικοί της αγοράς αναφέρονται σε όσους συναλλάσσονται στη φήμη ως «noise traders», φαίνεται να υπάρχει αμφιβολία ότι οι αγορές είναι στην πραγματικότητα ευαίσθητες σε μια τέτοια γνωστοποίηση. Ερευνητές της αγοράς έχουν διαπιστώσει ότι η τιμή μιας μετοχής αντιδρά σημαντικά περισσότερο σε «συμβουλές» και συστάσεις όταν μια αγορά υφίσταται κρίση από ό, τι όταν η αγορά είναι σταθερή (Schachter, Hood, Andreassen, & Gerin, 1986). Γενικότερα, οι χρηματοοικονομικές φήμες φαίνονται να έχουν το μεγαλύτερο αντίκτυπο τους στην αστάθεια που επάγει η τιμή προκαλώντας αναχωρήσεις μονής κατεύθυνσης από τυχαιότητα (DiFonzo & Bordia, 1997). Με άλλα λόγια, οι τιμές που συνδέονται με συναλλαγές που βασίζονται σε φήμες τείνουν να «κολλάνε» σε μια ανοδική ή πτωτική τάση. Δηλαδή, γίνονται αντί οπισθοδρομικές. Αυτή η τάση για τις φήμες να προκαλούν αποκλίσεις από την τυχαιότητα είναι προφανές, για παράδειγμα, όταν μια φήμη εξαγοράς που δημοσιεύεται στο *The Wall Street Journal*, ακολουθείται από μια σημαντική βραχυπρόθεσμη τιμή που τρέχει προς τα πάνω.

Στη σημερινή παγκοσμιοποιημένη αγορά, οι έμποροι έχουν αυξήσει την επιθυμία τους για πληροφορίες που αφορούν πιθανούς στόχους εξαγοράς. Τα τελευταία χρόνια, αναλυτές και ερευνητές εξέτασαν την επίδραση των φημών εξαγοράς στην εμπορική δραστηριότητα. Για παράδειγμα, μια μελέτη που διεξάχθηκε στο John F. Kennedy Harvard School of Government, αξιολόγησε το αντίκτυπο 42 φημών εξαγοράς που εμφανίζονταν στη στήλη του *The Wall Street Journal* «*Heard on the Street*» το 1983-1985 (Pound & Zeckhauser, 1990). Μια ανάλυση των επενδυτικών ευκαιριών, που βασίζεται στην εξέταση μιας στρατηγικής «buy and hold trading» ενός έτους ακολουθούμενη της ημερομηνίας δημοσίευσης της φήμης,

αποκάλυψε υπερβάλλουσες αποδόσεις αμελητέου προσαρμοσμένου κινδύνου. Η διαπίστωση αυτή οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις φήμες.

Σε μια σχετική μελέτη, οι Zivney, Berin και Torabzadeh, (1996) εξέτασαν σχεδόν 900 φήμες εξαγοράς για την περίοδο 1985-1988 λαμβάνοντας επιπλέον υπόψη αυτά που αναφέρονται στη στήλη του The Wall Street Journal «A breast of the Market». Τα αποτελέσματά τους αποκάλυψαν παρόμοια στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις αρχικές φήμες, που δείχνει αμελητέες υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την περίοδο μετά τις φήμες. Είναι ενδιαφέρον, ωστόσο, ότι οι ερευνητές διαπίστωσαν διαφορετικές αντιδράσεις της αγοράς ανάλογα με τη στήλη της εφημερίδας στην οποία οι φήμες εμφανίστηκαν. Βραχυπρόθεσμες υπερβολικές αντιδράσεις στην αγορά συνδέθηκαν με τη στήλη «A breast of the Market», σε αντίθεση με την ταχεία σταθεροποίηση των τιμών που δημοσίευε η στήλη «Heard on the Street». Με βάση τις αναλύσεις τους, οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι πονηροί επενδυτές αναμένεται να ωφεληθούν όχι από την αγορά κατά την ημερομηνία της φήμης και τη διατήρηση για κάποιο χρονικό διάστημα, αλλά από την πτώση των τιμών περιουσιακών στοιχείων σε φήμες που εμφανίζονται στη στήλη «A breast of the Market», για μία περίοδο μετά-φήμης περίπου 100 ημερών. Στη βάση αυτή, οι έμποροι θα μπορούν να αναμένουν μία 20% ετήσια απόδοση με περίπου το 70% των συναλλαγών να είναι κερδοφόρο.

Εκτός από την πληροφοριακή λειτουργία τους, το περιεχόμενο των φημών μπορεί να χρησιμεύσει για να έχει αντίκτυπο στις χρηματοοικονομικές αγορές, επηρεάζοντας συναισθήματα αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας. Η επίδραση της αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας των καταναλωτών για το μέλλον σχετικά με την προθυμία τους να κάνουν αγορές είναι γνωστή στους περισσότερους επιχειρηματικούς κύκλους. Επιπλέον, όπως αποδεικνύουν και οι φήμες του Michael Jordan, είναι επίσης σαφές ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά σε τίτλους θετικών ή αρνητικών γεγονότων, ακόμη και όταν τα γεγονότα δε συνδέονται άμεσα με οικονομικές υποθέσεις. Φαίνεται λογικό να αναμένεις ότι οι φήμες, που φέρουν συνήθως περιεχόμενο που αντικατοπτρίζει ελπίδα ή φοβούμενα μελλοντικά γεγονότα, να επηρεάσουν τον καταναλωτή και τα συναισθήματα του επενδυτή αναλόγως.

Στρατηγικές ελέγχου φημών

Δεδομένου ότι οι φήμες αποτελούν ένα μέρος της επιχειρηματικής ζωής όπως τα κέρδη και τις ζημίες, είναι σχεδόν αναπόφευκτο ότι οι μάνατζερ θα πρέπει να ξεκινήσουν προσπάθειες για την αντιμετώπιση τους. Στην πραγματικότητα, η διαχείριση των φημών θα πρέπει να αποτελεί βασικό συστατικό των επιχειρηματικών λειτουργιών, και όχι απλώς να είναι κάτι που θεωρείται σε καταστάσεις κρίσης, οι οποίες είναι σήμερα το *modus operandi* για τις περισσότερες εταιρείες.

Η αγνόηση μιας φήμης και η ελπίδα ότι θα εξαφανιστεί από μόνη της, πιο επιτυχημένες προσεγγίσεις για την αντιμετώπιση των ψευδών φημών της αγοράς, απαιτούν τη δημιουργία μιας ατμόσφαιρας εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας μεταξύ των διάφορων δημοσιεύσεων της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό, οι επενδυτές, οι εργαζόμενοι, και το ευρύ καταναλωτικό κοινό θα είναι λιγότερο πιθανό να δεχτούν (ή να ενεργήσουν) φήμες οι οποίες είναι αντίθετες για το συμφέρον της επιχείρησης. Αν και αυτό είναι ευκολότερο στα λόγια παρά στην πράξη, οι ακόλουθες συστάσεις θα πρέπει να εξυπηρετούν επίσης μάνατζερ, είτε αποφεύγοντας το κεντρί των δυνητικά επιβλαβών φημών είτε μειώνοντας το επιβλαβές νέφος από φήμες που δεν μπορούν να προληφθούν.

1. Συμμετοχή σε αξιόπιστες προσπάθειες δημοσίων σχέσεων.

Οι δημόσιες σχέσεις αποτελούν ένα από τα πιο αποτελεσματικά μέσα με τα οποία οι εταιρείες μπορούν να κερδίσουν την εμπιστοσύνη και να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα να στοχεύονται από ψευδείς και κακόβουλες φήμες. Όταν μια επιχείρηση ασκεί δραστηριότητες σχεδιασμένες για να επιτύχει ευνοϊκή δημοσιότητα, για να χτίσει μια ισχυρή και θετική εταιρική εικόνα, και για να επικοινωνεί στρατηγικά με τα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη, οι εν λόγω δραστηριότητες δεν χρησιμεύουν μόνο για την επίτευξη γενικότερων στόχων δημοσίων σχέσεων, αλλά επίσης ελαχιστοποιούν την πιθανότητα οι ψευδείς και δυνητικά επιβλαβείς φήμες για την εταιρεία να προκύψουν ή να γίνουν πιστευτές.

2. Να είσαι σε εγρήγορση.

Οι χρηματοοικονομικές φήμες θα πρέπει να θεωρούνται ο κανόνας και όχι η εξαίρεση στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον. Διευθυντές μάρκετινγκ και λοιπά μέλη του προσωπικού της εταιρείας θα πρέπει να αναμένουν να αντιμετωπίσουν επιβλαβείς

φήμες, ανά πάσα στιγμή και πρέπει να παραμένουν σε εγρήγορση σε αυτή την πιθανότητα, ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να αναγνωρίζουν ότι ορισμένες φήμες μπορούν να τις εκμεταλλευτούν προς όφελος της επιχείρησης. Σε κάθε περίπτωση, το παράθυρο της ευκαιρίας θα είναι ανοικτό μόνο για λίγο. Μια ποικιλία αλλαγών στην αγορά μπορεί να αντιπροσωπεύουν τα πρώτα σημάδια ενός προβλήματος φήμης και θα πρέπει να παρακολουθούνται τακτικά, συμπεριλαμβανομένων των παραλλαγών παρακολούθησης του όγκου των πωλήσεων και της κατάστασης της αγοράς ή ξαφνικών αλλαγών σε παράπονα πελατών, επισκέψεων ιστοσελίδων, και των επιπέδων τζίρου στη δύναμη των πωλήσεων.

3. Ορίστε παρακολούθηση φήμης και ελεγκτές.

Μια άλλη μέθοδος για την έγκαιρη ανίχνευση και παρακολούθηση φήμης είναι να οριστούν ορισμένα μέλη του προσωπικού της εταιρείας ως ελεγκτές φημών, οι οποίοι θα έχουν το ρόλο να στήνουν αυτί στο έδαφος σε μια προσπάθεια να ανιχνεύσουν πρόωρα σημάδια πιθανών φημών. Μπορεί επίσης να τους ανατεθεί το καθήκον της διατήρησης της ευαισθησίας σε κάθε αλλαγή πολιτικής της εταιρείας, σε ενέργειες μάρκετινγκ, και άλλες επιχειρηματικές πρακτικές που θα μπορούσαν να παρερμηνευθούν ή να θεωρηθούν ως πιθανές φήμες που προκαλούν προβλήματα. Δεδομένου ότι το Διαδίκτυο και άλλες αναδυόμενες τεχνολογίες έχουν αρχίσει να μεταβάλλουν το περιβάλλον της φήμης, ιδίως με την έννοια της επιτάχυνσης των μέσων από τα οποία ψεύδη μπορεί να μεταδοθούν σε τεράστια ακροατήρια, θα πρέπει να αναγνωριστεί ότι μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθούν από τους στόχους φημών για να διαδώσουν τάχιστα αντικρούσεις, διορθώσεις, διευκρινίσεις και στοιχεία. Παράλληλα, και άλλοι διαδικτυακοί τόποι μπορούν να ελέγχονται τακτικά για κακόβουλες, παραπλανητικές, ή αλλιώς νοθευμένες αναφορές για την επιχείρηση.

4. Δημιουργία ενός σχεδίου διαχείρισης κρίσεων.

Υποθέτοντας ότι μία δυνητικά επιβλαβής φήμη αρχίζει να κυκλοφορεί, η επιχείρηση θα πρέπει να είναι προετοιμασμένη να ξεκινήσει ένα σχέδιο διαχείρισης κρίσεων. Τα αποτελεσματικά σχέδια διαχείρισης κρίσεων τείνουν να χαρακτηρίζονται από τέσσερις βασικούς άξονες (Yeshin, 1998): ταχύτητα (η αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης απαιτεί άμεση αντιμετώπιση της κατάστασης), ακρίβεια (η απάντηση στην κρίση πρέπει να βασίζεται σε εξακριβωμένες πληροφορίες και όχι στην κερδοσκοπία και σε συναισθήματα διαίσθησης), αξιοπιστία (εκπρόσωποι πρέπει να έχουν υψηλή αναμενόμενη πειστικότητα και αξιοπιστία, όσο λιγότερες οι παλινωδίες των

προηγούμενων ληφθέντων πληροφοριών τόσο περισσότερες πιθανότητες τα στελέχη της εταιρείας να εκληφθούν ως αξιόπιστα), και συνέπεια (όλα οι επίσημοι εκπρόσωποι θα πρέπει να ομιλούν με μία κοινή φωνή). Ένα άλλο στοιχείο του σχεδίου διαχείρισης κρίσεων που συχνά παραβλέπεται είναι η ανάγκη για την επιχείρηση να προβλέψει το ρόλο της στρατηγικής των μέσων ενημέρωσης. Μια προγραμματισμένη στρατηγική για την επιστράτευση των μέσων μαζικής ενημέρωσης ως εταίροι στην καταπολέμηση κατά των ψευδών φημών στην έναρξη της κρίσης θα μπορούσε να είναι χρήσιμη στη μείωση του ενδεχόμενου ότι τα μέσα ενημέρωσης απλά θα προστεθούν στο πρόβλημα άπαξ και η κατάσταση αρχίζει να βγαίνει εκτός ελέγχου.

Αν και είναι σημαντικό ότι κάθε επιχείρηση διατυπώνει μία προσέγγιση για την αντιμετώπιση φημών, δεν υπάρχει αλάνθαστο σχέδιο για την πρόληψη ή την εξουδετέρωση φημών που μπορεί να εξασφαλίσει την επιτυχία για τα διάφορα είδη των εταιρειών ή για τις διάφορες συνθήκες. Ωστόσο, μετά από μερικές συστάσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω, μια επιχείρηση βρίσκεται σε μεγαλύτερη πιθανότητα να είναι σε θέση να εκτονώσει μια πιθανή κρίση φήμης ή αλλιώς να τη μετατρέψει σε μια είδηση για μία κακόβουλη, επιζήμια, ψευδή φήμη που άδικα στοχεύει την οικονομική ευημερία της επιχείρησης.

«Οι φήμες αντιπροσωπεύουν γενικά τις περιπλοκές του δημόσιου συναισθήματος που δεν μπορεί να γίνει πρόθυμα ευκρινές σε πιο στοχαστικό επίπεδο».

Peter Lienhardt

Μια οικονομική προσέγγιση πειραμάτων φήμης και η διάρθρωση τους

Η μεθοδολογία των πειραματικών οικονομικών διαφέρει από την πειραματική ψυχολογία. Πρώτον, η δομή των κινήτρων για τους συμμετέχοντες είναι συνήθως μια σημαντική διαφορά. Οι οικονομικές θεωρίες περιγράφουν και προβλέπουν τι είδους αποφάσεις λαμβάνουν τα άτομα με την παρουσία νομισματικών εξοφλήσεων. Επιπλέον, οι οικονομικοί πειραματικοί υποστηρίζουν θερμά δομές κίνητρου όχι ως ένα ενιαίο τέλος, αλλά ως ένα ποσό που εξαρτάται από τις αποφάσεις τους. Οι ψυχολόγοι είναι πιο απλοί για τον προσδιορισμό των κινήτρων των θεμάτων τους στο πειραματικό έργο. Ο δεύτερος τομέας της διαφοράς αφορά τη χρήση του πλαισίου εντός των πειραμάτων. Οικονομικά πειράματα είναι πρωταρχικά ελεύθερου περιεχομένου ή τουλάχιστον ουδέτερου πλαισίου, ενώ τα πειράματα ψυχολογίας χρησιμοποιούν πολλά πλαίσια, καθότι μπορούν να προσθέσουν συστηματικές προκαταλήψεις ή αποτελέσματα ζήτησης. Οι οικονομολόγοι προσπαθούν να αποφύγουν το πλαίσιο όσο το δυνατόν περισσότερο στα πειράματά τους, επειδή συστηματικές τάσεις και αλλαγές στη συμπεριφορά των συμμετεχόντων θα αλλάξουν σημαντικά τα συμπεράσματα στα οποία έχουν καταλήξει. Μια τρίτη μεθοδολογική διαφορά είναι η χρήση της εξαπάτησης σε πειράματα. Ο κανόνας ότι ο ερευνητής δεν μπορεί να εξαπατήσει τους συμμετέχοντες του είναι ένας από τα αυστηρότερους στην πειραματική οικονομία. Η εγκυρότητα ενός οικονομικού πειράματος βασίζεται στη σύνδεση μεταξύ της συμπεριφοράς και των απολαβών. Αν αυτή η σχέση έχει αποδυναμωθεί, τότε το πείραμα γίνεται ένα κατώτερο τεστ της οικονομικής θεωρίας που απευθύνεται. Για τον ίδιο λόγο, αν οι συμμετέχοντες έχουν εξαπατηθεί για τη σχέση, η εγκυρότητα των αποφάσεων τους τίθεται σε αμφισβήτηση. Σε αντίθεση με αυτούς τους αυστηρούς κανόνες, ψυχολογικά πειράματα συχνά εξαπατούν τους συμμετέχοντες σχετικά με το σκοπό του πειράματος, τις απολαβές που πρέπει να κερδίσουν και την ύπαρξη ή μη ύπαρξη ομολόγων.

Όλα τα πειράματα που διεξάγονται για αυτό το έργο έχουν συσταθεί στο πλαίσιο μιας χρηματοπιστωτικής αγοράς και διαρθρώνονται ως εξής:

Στα πειράματα του πρώτου σταδίου, ο στόχος είναι να δοκιμαστεί ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά μιας φήμης, η ασάφεια της. Στο στάδιο αυτό η ερώτηση απαντάται

πως οι συμμετέχοντες στην αγορά αντιδρούν όταν έρχονται αντιμέτωποι με πιο αβέβαιες ειδήσεις, όπως οι φήμες, και πώς οι τιμές και οι μεταβλητότητες των τιμών εξελίσσονται σε ένα τέτοιο πλαίσιο. Το ερώτημα αυτό προσεγγίζεται μέσω της θεωρητικής έννοιας της ασάφειας. Σε σύγκριση με τις πληροφορίες, όπου η υπόθεση της αλήθειας αυτόματα υπονοείται, μια φήμη δεν είναι γνωστό αν είναι αληθής ή ψευδής εκ των προτέρων και μια πιθανότητα δεν μπορεί εύκολα να αποδοθεί, και τα θέματα εμπορεύονται ένα περιουσιακό στοιχείο με άγνωστη αξία.

Το δεύτερο στάδιο είναι τα διαμορφωμένα πειράματα, όπου οι ψυχολογικές γνώσεις επανεξετάζονται, ως προς την αληθοφάνεια του περιεχομένου της φήμης καθώς και ως προς την αξιοπιστία της πηγής της φήμης, για να ελέγξουν αν έχουν αντίκτυπο στις τιμές που διαπραγματεύονται, και διερευνώνται ψυχολογικά επιχειρήματα για να θεωρηθεί μια φήμη αληθινή.

Στο τρίτο στάδιο των πειραμάτων η υπόθεση του κατά πόσον η αναλογία της διάδοσης ειδήσεων με ακρίβειας ως προς τη διάδοση χωρίς ακρίβεια, μπορεί να είναι ένας καθοριστικός παράγοντας για την εμφάνιση της συμπεριφοράς αγέλης.

Το τέταρτο στάδιο επικεντρώνεται στην επικοινωνία μεταξύ των συμμετεχόντων και ποιο σκοπό εκπληρώνει. Αποτελεί ένα σημαντικό χαρακτηριστικό για τους συμμετέχοντες στην αγορά να διαμορφώνουν τις προσδοκίες απόδοσης περιουσιακών στοιχείων μετά την ανάπτυξη φήμης. Η υπόθεση εξετάζεται στο αν τα προσωπικά δίκτυα προσθέτουν αξία και κατά πόσον υπάρχουν επικοινωνιακές στρατηγικές για την ενίσχυση των κερδών.

«Ένα μοντέλο του Kyle (1985) με ιδιωτική διάχυση πληροφορίας χρησιμοποιείται για να εξεταστεί το κίνητρο για να εξαπλωθούν μυστικές πληροφορίες μετοχών».

Ένας ενημερωμένος επενδυτής με περιορισμένη επενδυτική ικανότητα εξαπλώνει ανακριβείς φήμες σε ένα ακροατήριο οπαδών. Οι οπαδοί συναλλάσσονται για τις συμβουλές και μετακινούν την τιμή. Λόγω της ασάφειας της φήμης, οι τιμές υπερυψώνονται με θετική πιθανότητα. Έτσι δίνεται σ' αυτόν που εξαπλώνει τις φήμες η ευκαιρία να εμπορευτεί δύο φορές: πρώτα, όταν λαμβάνει τις πληροφορίες, και στη συνέχεια, όταν ξέρει ότι η τιμή θα είναι σε υπέρβαση. Στην ισορροπία, οι φήμες είναι κατατοπιστικές και οι δύο (οπαδοί και άτομα που εξαπλώνουν φήμες) αυξάνουν τα κέρδη τους σε βάρος ανενήμερων εμπόρων ρευστότητας.

Είναι δύσκολο να αμφισβητηθεί ότι οι φήμες έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών. Φράσεις όπως «η μετοχή X εκτοξεύθηκε στα ύψη μέσα από φήμες...» μπορεί να διαβαστούν ή ακουστούν σχεδόν καθημερινά στα δημοφιλή μέσα μαζικής ενημέρωσης. Ωστόσο, η οικονομική θεωρία για το φαινόμενο είναι εμφανώς απύσχα. Οι πηγές των φημών είναι μικρής ενημέρωσης επενδυτές που χειραγωγούν τις τιμές για να αυξήσουν τα κέρδη που βασίζονται σε πληροφορίες. Αυτοί που εξαπλώνουν φήμες μπορεί να είναι επιδέξιοι ερασιτέχνες αναλυτές, επενδυτές με πρόσβαση σε πληροφορίες τυχαίας ανακάλυψης όπως προμηθευτές ή πελάτες, ή άτομα με πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες. Αυτοί έχουν κοινό ότι η ικανότητα τους να συναλλάσσονται είναι πολύ μικρή για να αξιοποιήσουν πλήρως τις πληροφορίες τους από τη διαπραγμάτευση στην αγορά μετοχών. Ένα ορθολογικό μοντέλο προσδοκιών δείχνει ότι οι ενημερωμένοι επενδυτές μπορούν να αυξήσουν τα κέρδη τους δίνοντας πληροφοριακές αλλά ασαφείς συμβουλές σε μια αλυσίδα από οπαδούς για να χειραγωγήσουν τις τιμές της αγοράς.

Τα τελευταία χρόνια, το διαδίκτυο έχει αποδειχθεί παραγωγική θερμοκοιτίδα για τις φήμες. Οι επενδυτές ανταλλάζουν πληροφορίες σε αίθουσες συνομιλιών, ομάδες συζήτησης, και πίνακες ανακοινώσεων. Οι φήμες μπορεί επίσης να διαδοθούν από στόμα σε στόμα ή μέσω ενημερωτικών δελτίων. Εκείνα τα ιδιαίτερος μηνύματα περιέχουν πληροφορίες και ως εκ τούτου επάγουν τους ορθολογικούς επενδυτές που μεγιστοποιούν τα κέρδη τους να επενδύσουν. Οι στρατηγικές των οπαδών και αυτών που διαδίδουν φήμες προέρχονται ενδογενώς από τη συμπεριφορά μεγιστοποίησης των κερδών τους.

Αφού προέβη σε συνειδητή επένδυση στο χρηματιστήριο, οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πουν στους φίλους και γνωστούς να ακολουθήσουν τις δράσεις

τους. Αυτή η συμπεριφορά τους είναι πιο κοινή μεταξύ μικρών επενδυτών που προσπαθούν να αποκτήσουν αναγνώριση. Η τάση για εξάπλωση φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι περισσότερο από ένα σύμπτωμα του ψυχολογικού χαρακτηριστικού που ο άνθρωπος είναι επιρρεπής για να δικαιολογήσει και να υπερασπιστεί τις παρελθοντικές του δράσεις. Ένα δυναμικό μοντέλο με ορθολογικούς επενδυτές μεγιστοποίησης κερδών δείχνει ότι η διασπορά φημών αποκτά οικονομικό νόημα, δεδομένου ότι αυξάνει τη ζήτηση για ένα χρεόγραφο και μπορεί να οδηγήσει την τιμή του πέρα από την τιμή που αυτός που διαδίδει τη φήμη προσωπικά γνωρίζει.

Σύμφωνα με ένα μοντέλο, υπάρχουν τρεις στρατηγικές φήμης. Πρώτον, αυτοί που διαδίδουν φήμες εξαπλώνουν μόνο ειλικρινείς φήμες. Μια φήμη θα οδηγήσει την τιμή σε μια τιμή φήμης, στην οποία οι ενημερωμένοι επενδυτές θα αντιστρέψουν τη θέση τους κάθε φορά που θα γνωρίζουν ότι η τιμή αυτή της φήμης θα υπερυψώνεται. Τότε, οι ενημερωμένοι επενδυτές μπορεί να μπλοφάρουν φήμες όταν δε θα έχουν καμία πληροφορία για να συναλλάσσονται με αυτές. Τέλος, αυτοί που εξαπλώνουν φήμες μπορεί να εξαπατήσουν διαδίδοντας ψευδείς φήμες και συναλλάσσοντας σε αυτές. Φαίνεται ότι αυτή η τελευταία στρατηγική θέτει ένα ηθικό κίνδυνο κόστους σε αυτούς που διαδίδουν φήμες: Αν οι οπαδοί καταλάβουν ότι ένας ενήμερος επιχειρηματίας έχει ένα κίνητρο για να εξαπατήσει, δεν θα λαμβάνουν πλέον υπόψη τους τις φήμες.

Μια ανάλυση επαναλαμβανόμενων παιχνιδιών δείχνει ότι κάτω από σχετικά αδύναμες συνθήκες, η ειλικρινής ισορροπία μπορεί να υποστηριχθεί. Ακόμα και τα ευκαιριακά άτομα που εξαπλώνουν φήμες θα απέχουν από το να μπλοφάρουν ή να εξαπατήσουν, επειδή μπορεί να χάσουν την υπόληψή τους και ως εκ τούτου την ικανότητα τους να χειραγωγούν τις τιμές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ – ΠΩΣ ΟΙ ΦΗΜΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΑΝ ΤΟΝ ΟΓΚΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Η ψυχολογία των επενδυτών και η απεικόνιση των σκέψεων, συναισθημάτων, ενεργειών τους στις αγορές και στο ελληνικό χρηματιστήριο αποτελεί μια χαρακτηριστική περίπτωση, όπου παρουσιάζονται τα μεροληπτικά σφάλματά τους.

Την τελευταία δεκαπενταετία έχουν αναδειχθεί στην Ελλάδα μεγάλα οικονομικά σκάνδαλα, όπως η χρηματιστηριακή «φούσκα» του 1999, ένα επενδυτικό φαινόμενο το οποίο καταδεικνύει την αδυναμία των ανθρώπινων συναισθημάτων, αφού προκαλείται από τον ενθουσιασμό των επενδυτών που αυξάνουν υπερβολικά τη ζήτηση σε μία ή περισσότερες μετοχές, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών πέραν από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης. Έτσι, οι τιμές των μετοχών, ανεβαίνουν απότομα, καθιστώντας τις σημαντικά υπερεκτιμημένες με αποτέλεσμα, όταν η «φούσκα» σκάσει, οι τιμές να αρχίζουν να παρουσιάζουν πτώση.

Σημαντική επίδραση είχε το σκάνδαλο της Siemens του 2006 που ήρθε στην επιφάνεια όταν αποκαλύφθηκε στη Γερμανία ότι η Siemens χρημάτιζε πολιτικούς και στελέχη δημόσιων οργανισμών (όπως ο ΟΤΕ) σε διάφορες χώρες για να εξασφαλίσει συμβόλαια, 1,3 δις Ευρώ μεταξύ των ετών 1999 και 2006.

Άλλα οικονομικά σκάνδαλα είναι τα δομημένα ομόλογα του 2007 όπου τα 4 συνταξιοδοτικά ταμεία αγόρασαν στην ονομαστική τιμή των 100 ευρώ αυτά που θα μπορούσαν να αγοράσουν άμεσα από την κυβέρνηση στην τιμή των 86 ευρώ (κατά προσέγγιση) δηλαδή για 14% περίπου διαφορά, σε ομόλογα των 280 εκ. ευρώ, που σημαίνει ζημιά χονδρικά ύψους περίπου 39 εκ. ευρώ και το σκάνδαλο της Μονής Βατοπεδίου το φθινόπωρο του 2008.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2008 και η μετέπειτα ελληνική κρίση χρέους είχαν ως αποτέλεσμα την ραγδαία και κατακόρυφη πτώση των τιμών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

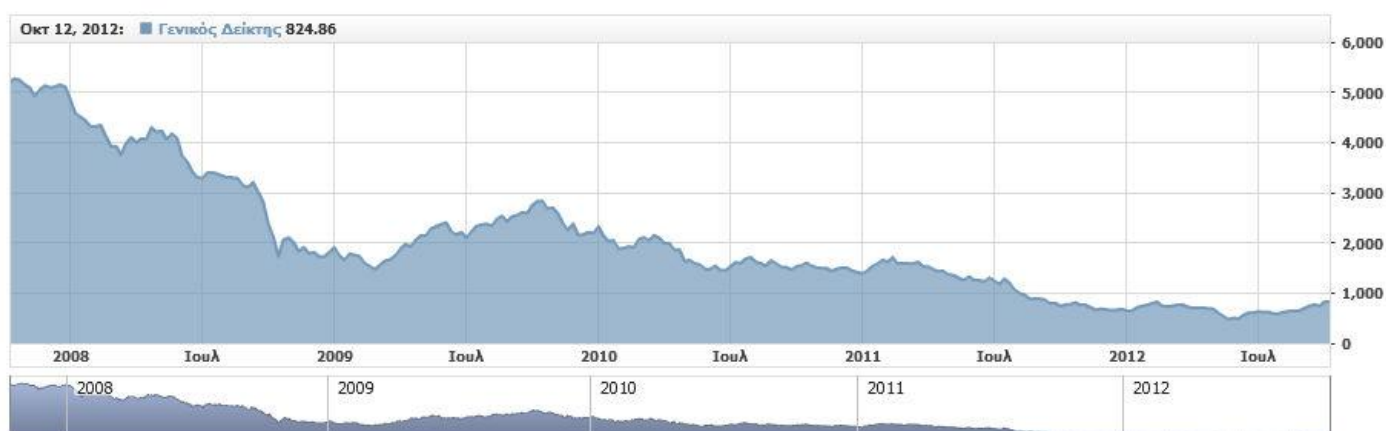
Πορεία Γενικού Δείκτη

Όπως παρατηρείται και στο διάγραμμα που ακολουθεί, ο Γενικός Δείκτης βρίσκεται ακόμα πολύ κοντά στα χαμηλά δεκαετίας. Οι τιμές των μετοχών συνεχίζουν να υποαποδίδουν σημαντικά:



Το Ελληνικό Χρηματιστήριο τα τελευταία τέσσερα χρόνια αποτελεί ξεκάθαρα μια bear market αγορά. Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ βρισκόμενος περίπου στις 800 μονάδες υστερεί πλέον 85% από τα υψηλά των 5.400 περίπου μονάδων του 2007. Η ανοδική κίνηση που πραγματοποιήθηκε το 2009 τερμάτισε κοντά στις 2.900 μονάδες. Έκτοτε και καθώς η Ελληνική Οικονομία βυθιζόταν στην κρίση χρέους το ΧΑΑ προσφερόταν στους επενδυτές μόνο για διορθωτικές ανοδικές κινήσεις (bear market rally) διάρκειας μερικών εβδομάδων. Πρέπει να σημειωθεί ότι το Ελληνικό Χρηματιστήριο κινήθηκε έντονα καθοδικά τα τελευταία χρόνια κόντρα στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές που βρίσκονται σήμερα κοντά στα υψηλά ζετίας.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί, σημειώνεται η πορεία του γενικού δείκτη τιμών κατά τη χρονική περίοδο 2007-2012.



Όπως παρατηρούμε ενώ ο Γενικός Δείκτης το 2008 βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα, σταδιακά με μια σειρά γεγονότων άρχισε να μειώνεται. Οι πρόωρες εκλογές του Οκτωβρίου 2009, η υποβάθμιση της Ελλάδας τον Δεκέμβριο του 2009 από τους οίκους αξιολόγησης (η Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A- στο BBB+, η Standard and Poor's την υποβάθμισε από το επίπεδο A- στο BBB+ και τέλος η Moody's από το επίπεδο A1 στο A2), η άνοδος του spread των δεκαετών ομολόγων, οδήγησαν στην πτώση του γενικού δείκτη. Εδώ φαίνεται έντονα η ψυχολογία της αγέλης, αφού οι noise traders μέσα σε ένα κλίμα πανικού, προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις, ωθώντας έτσι τις τιμές ακόμα χαμηλότερα. Ο Γενικός δείκτης πέφτει κατακόρυφα, με ρυθμούς όμως που καταδεικνύουν την επιφυλακτικότητα και τον φόβο των επενδυτών. Οι noise traders χάνουν την ελπίδα τους για ανάκτηση των χαμένων κερδών, διακατέχονται από συναισθήματα απογοήτευσης, πόνου και μετάνοιας, και παρασυρόμενοι από το ένστικτο της αγέλης προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο την περίοδο αυτή παρατηρείται αυξημένος όγκος συναλλαγών και ραγδαία πτώση της τιμής, η οποία ωθείται συνεχώς προς τα κάτω.

Μετά το 2008, όταν ακολούθησε η ραγδαία πτώση των τιμών, οι νέες μερίδες των επενδυτών περιορίστηκαν σε μερικές δεκάδες χιλιάδες ετησίως έως και σήμερα, γεγονός που αποδεικνύει για μια ακόμα φορά τα συναισθήματα πόνου και μετάνοιας των επενδυτών, τα οποία τους απομάκρυναν από το παιχνίδι του χρηματιστηρίου.

Οι συνεχείς υποβαθμίσεις της Ελλάδας και η προσφυγή της στον μηχανισμό στήριξης που συγκροτούν από κοινού το Διεθνές Ευρωπαϊκό Ταμείο, η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τον Απρίλιο του 2010, η ολοένα αύξηση

των spreads καθώς και η ψήφιση του μνημονίου από τη βουλή για τα μέτρα που θα ληφθούν, είχαν ως συνέπεια την κάθοδο του γενικού δείκτη, με αποκορύφωμα στις 5 Ιουνίου 2012, όπου ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου Αθηνών κλείνει κάτω από τις 500 μονάδες.

Η διαφορά του γενικού δείκτη τιμών γίνεται εμφανής και στον παρακάτω πίνακα:

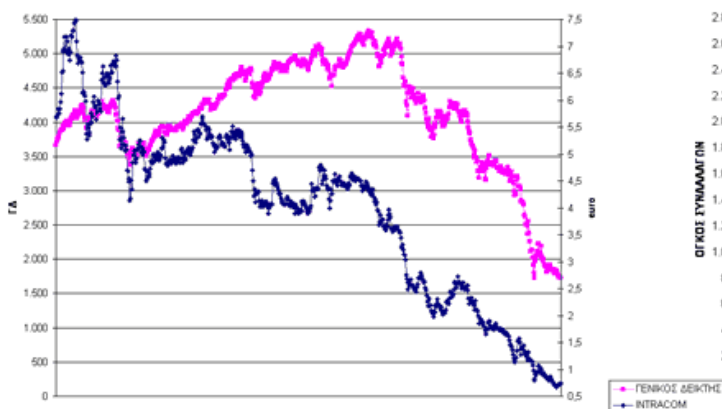
Διαφορά %		
7 ημερών	-0,03%	
1 μηνός	11,02%	
3 μηνών	33,05%	
6 μηνών	14,41%	
1 έτους	6,35%	
2 ετών	-46,50%	
5 ετών	-84,38%	

Ας εξετάσουμε τώρα την πορεία κάποιων μετοχών στο διάστημα όπου εμφανίσθηκαν τα προαναφερθέντα σκάνδαλα, και τι φήμες κυκλοφορούσαν τις περιόδους όπου σημείωναν σημαντικό όγκο συναλλαγών.

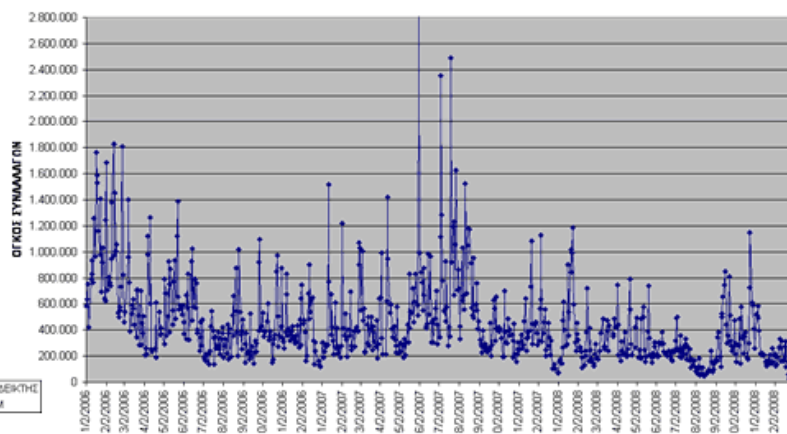
Intracom

Όπως θα παρατηρήσουμε στο διάγραμμα που ακολουθεί, η μετοχή της Intracom παρουσιάζει πορεία καλύτερη από αυτής του γενικού δείκτη το οικονομικό έτος που εμπλέκεται στο σκάνδαλο της Siemens, τότε που υπογράφηκε η σύμβαση μεταξύ Siemens Ελλάς και ελληνικού δημοσίου και αφορά τη ψηφιοποίηση των τηλεφωνικών κέντρων του ΟΤΕ (μαζί με την Intracom) από το 1990 ως το 1997.

Διάγραμμα μετοχής 2006-2008

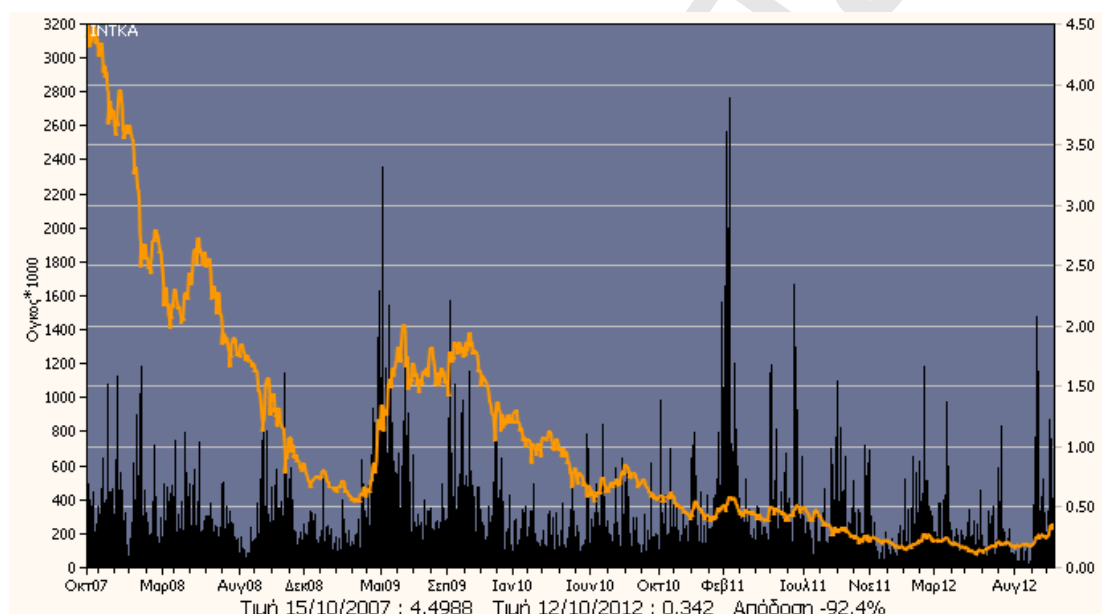


Διάγραμμα όγκου συναλλαγών 2006-2008



Από τότε όμως που βγήκε η φήμη για τη γερμανική εταιρεία και άρχισε να διερευνάται το σκάνδαλο του «μαύρου χρήματος», παρουσίασε καθοδική πορεία.

Επίσης παρατηρούμε ότι έχουν πραγματοποιηθεί πολλές συναλλαγές το Μάιο του 2009, ενδεχομένως λόγω της ανακοίνωσης ότι η INTRACOM TELECOM, μέλος της SITRONICS, υπέγραψε σύμβαση πλαισίου με την ZTE, κορυφαίο κατασκευαστή τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού και πάροχο λύσεων δικτύου, για την κατασκευή του CDMA δικτύου της Sistema Shyam TeleServices Limited (SSTL) στην Ινδία και τον Φεβρουάριο του 2011 όπου η INTRACOM Defense Electronics επεκτείνει τη συνεργασία της με την RAYTHEON Missile Systems.



Alpha Bank

Στη συνέχεια, παρουσιάζουμε στοιχεία της πορείας της μετοχής και του όγκου συναλλαγών της ALPHA BANK.



Η απότομη αύξηση του δείκτη τον Ιανουάριο του 2012 οφείλεται στις φήμες περί συγχωνεύσεως. Την περίοδο εκείνη είχαν βγει ανακοινώσεις ότι θα συζητηθεί το θέμα της συγχώνευσης των Alpha Bank και EFG Eurobank Ergasias τη Δευτέρα 23/1 και ώρα 10.00 π.μ. από την Ολομέλεια της Επιτροπής Ανταγωνισμού, με ομόφωνη απόφασή της, έπειτα από αίτημα των δύο τραπεζών.

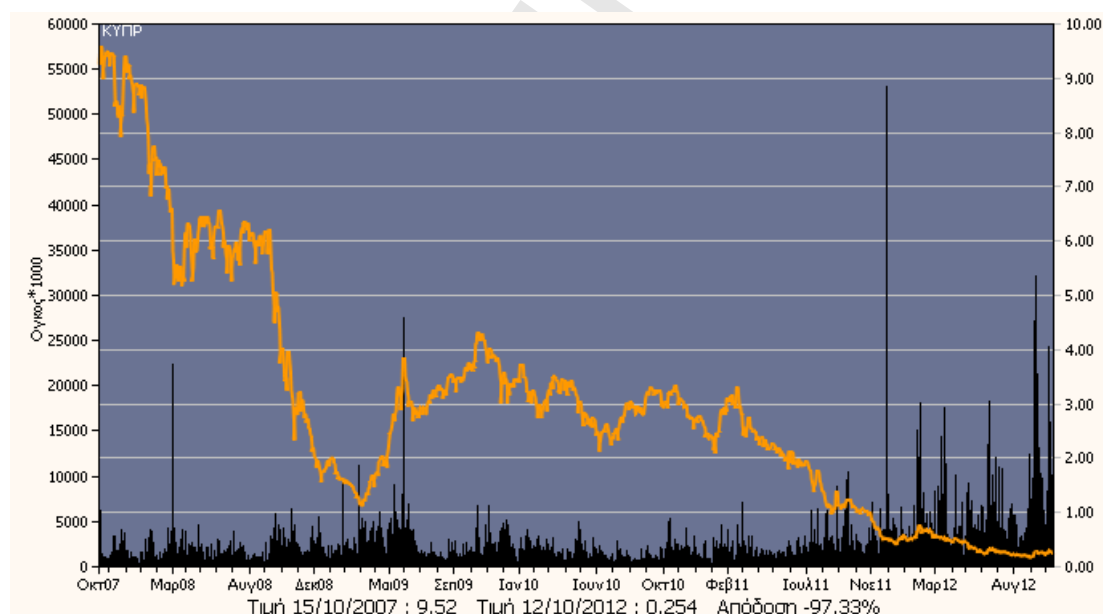
Επίσης, η έντονη άνοδος της μετοχής ΑΛΦΑ στην τρέχουσα περίοδο οφείλεται στις φήμες που κυκλοφορούσαν τις τελευταίες μέρες στη χρηματιστηριακή αγορά σχετικά με την πώληση της Εμπορικής Τράπεζας και που φαίνεται να επιβεβαιώνονται: η Alpha Bank φέρεται να είναι η νικήτρια του διαγωνισμού για την απόκτηση της Εμπορικής Τράπεζας από το γαλλικό τραπεζικό όμιλο Credit Agricole. Αναλυτικότερα, με κέρδη έως και 13,86% διαπραγματεύεται η μετοχή της Alpha Bank στο Χ.Α., έως τα 1,89 ευρώ, μετά τις ανακοινώσεις ότι βρίσκεται σε αποκλειστικές διαπραγματεύσεις με την Credit Agricole για την Εμπορική. Αυτή τη στιγμή, με όγκο

3,3 εκατ. τεμαχίων, ο τίτλος ενισχύεται 10.24% στα 1,83 ευρώ, ενώ η κεφαλαιοποίηση της τράπεζας διαμορφώνεται σε 977.7 εκατ. ευρώ.

Τράπεζα Κύπρου

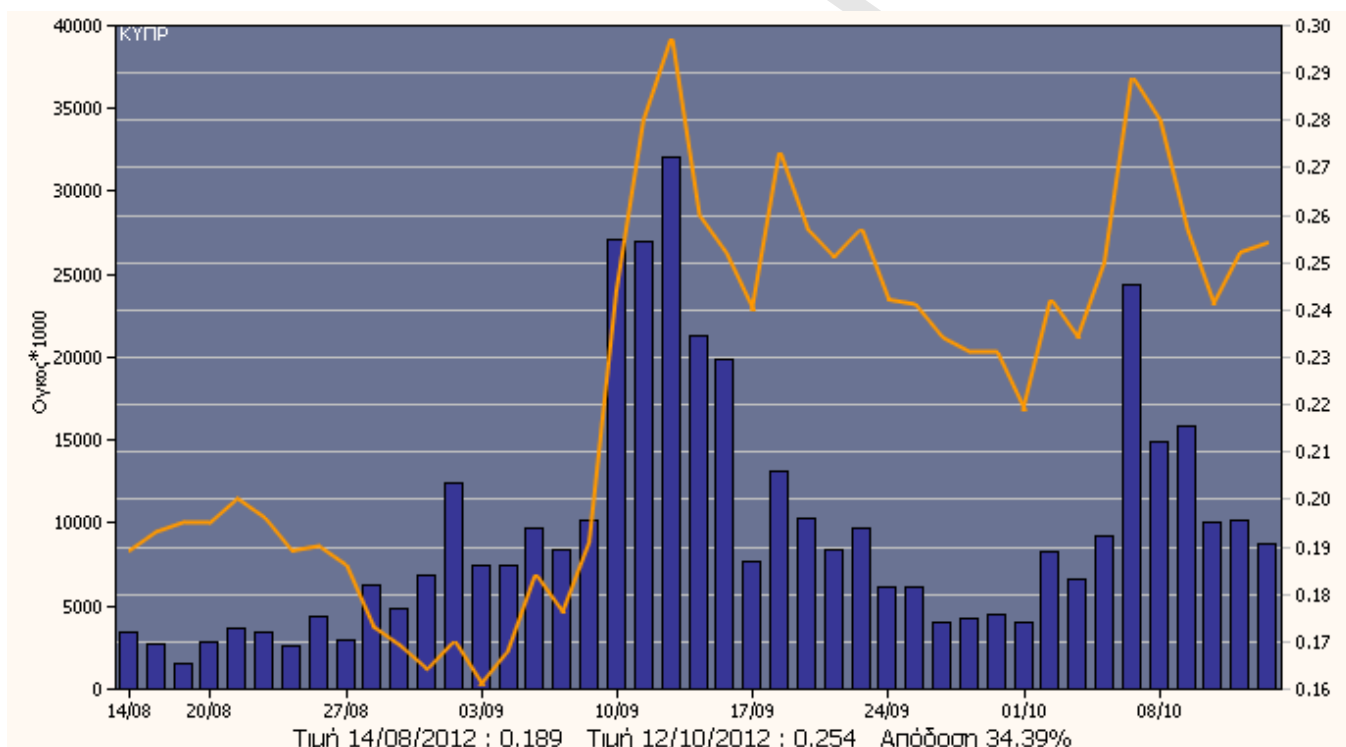
Ας αναλύσουμε τώρα τη μετοχή της Τράπεζας Κύπρου.

Όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, όπου απεικονίζεται η πορεία της μετοχής τα τελευταία έτη, παρατηρείται μεγάλος όγκος συναλλαγών το οικονομικό έτος 2011. Η Τράπεζα Κύπρου, η μετοχή της οποίας σε μεγάλο βαθμό «κατευθύνει» ολόκληρο το ΧΑΚ αφού ψυχολογικά διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο, διότι θεωρείται ως ο πιο ασφαλής και εύρωστος οργανισμός του κυπριακού τραπεζικού συστήματος, δεχόταν έντονες πιέσεις, οι οποίες θα επηρέαζαν σημαντικά και τις επόμενες κινήσεις της τράπεζας σχετικά με την αύξηση κεφαλαίου. Γι αυτό το λόγο, η τότε νέα υποχώρηση της μετοχής, η οποία έκλεισε στο εντυπωσιακά χαμηλό επίπεδο των 55,4 σεντ ανά μετοχή, προκάλεσε αίσθηση πανικού και υστερίας στην αγορά, με αποτέλεσμα ο όγκος συναλλαγών της μετοχής της Τράπεζας Κύπρου να παραμένει σχετικά χαμηλός.



Μετά τη γαλλική Credit Agricole που πουλάει την Εμπορική, και οι κυπριακές τράπεζες σκέφτονται να απεμπλακούν από τις ελληνικές δραστηριότητες τους έπειτα από σύσταση της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου. Η Τράπεζα Κύπρου φέρεται μάλιστα ότι βρίσκεται σε συνομιλίες με την Alpha Bank για να ανταλλάξουν τα περιουσιακά τους στοιχεία στην Ελλάδα και στην Κύπρο, ενώ η MIG έχει εκφράσει

ενδιαφέρον για να αποκτήσει τις ελληνικές δραστηριότητες της Λαϊκής Τράπεζας Κύπρου. Η φήμη περί κρατικοποίησης και κερδοσκοπικοί έριξαν την τιμή πολύ χαμηλά. Μην ξεχνάμε τα ενεργειακά ευρήματα και την εξόρυξη αερίου με το Ισραήλ. Έτσι, οι αρχικές φήμες περί κεφαλαιοποίησης της Κύπρου και εξόδου της από το ΧΑ, οδήγησε τους επενδυτές να είναι περισσότερο από επιφυλακτικοί για να επενδύσουν και το χάος που επικρατεί τους οδηγεί σε άλλους χρηματιστηριακούς τίτλους, ακόμη και σε διαφορετικού τύπου επενδύσεις (όπως ο χρυσός). Ωστόσο, η μετοχή παρουσίασε σημαντική άνοδο τον Σεπτέμβριο καθώς στην αγορά υπάρχουν φήμες για τοποθέτηση Ελβετικής Τράπεζας για λογαριασμό του Ρώσου επιχειρηματία Rgorolonien ο οποίος παραμένει μέτοχος στην Τράπεζα Κύπρου. Έτσι, οι ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες ότι, ο Ρώσος μεγαλομέτοχος Rgorolonien θα αυξήσει το ποσοστό αφού δοθεί το δάνειο της Ρωσίας προς την Κύπρο είχε ως αποτέλεσμα να σημειώσει απόδοση της τάξεως του 83%.



Η χρηματιστηριακή αγορά τώρα

Βυθίσθηκε» η χρηματιστηριακή αγορά το τελευταίο εξάμηνο, εν μέσω αρνητικού κλίματος στις ευρωπαϊκές αγορές, καθώς μειώνεται σημαντικά ο πήχης των προσδοκιών για λήψη σημαντικών αποφάσεων στην επικείμενη τότε Σύνοδο Κορυφής. Οι επενδυτές παρουσιάστηκαν ιδιαίτερα επιφυλακτικοί, όπως αποτυπώνεται και στον χαμηλό όγκο συναλλαγών, καθώς επανήρθαν οι ανησυχίες για μετάσταση της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη μετά την διάσωση των ισπανικών τραπεζών, ενώ εντάθηκε και η αβεβαιότητα ενόψει των βουλευτικών εκλογών. Η φοβία και η επιφυλακτικότητα η οποία διακατέχει τους επενδυτές όταν έχουν υποστεί τεράστιες ζημιές, συνεχίζεται για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Σήμερα, τα κινδυνολογικά σενάρια για τις εξελίξεις στο μέτωπο της κρίσης χρέους και η διαπιστούμενη τάση φυγής μεγάλων επιχειρήσεων από τη χώρα δεν αποθαρρύνουν τη χρηματιστηριακή αγορά. Αντίθετα, ένεση ηθικού αποτελεί η ανοδική αντίδραση που εκδηλώνεται μετά από δύο πτωτικές συνεδριάσεις, κατά τις οποίες τέθηκε σε δοκιμασία η βραχυχρόνια στήριξη. Η θετική έκβαση του τεστ αντοχών βελτιώνει τις τεχνικές ενδείξεις και συντηρεί προσδοκίες. Όμως η επιφυλακτικότητα κυριαρχεί, καθώς παρατείνεται η αβεβαιότητα για την έκβαση των διαπραγματεύσεων με την τρόικα και τις εξελίξεις στο μέτωπο της κρίσης χρέους. Υποτονική συναλλακτική κίνηση και χαμηλός τζίρος, παρά τη μεγάλη άνοδο που σημειώνουν οι βασικοί δείκτες.

Από τα παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών δεν εξαρτάται μόνο από τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία των εταιριών, το κοινωνικό, το οικονομικό, το πολιτικό περιβάλλον αλλά είναι και θέμα της ψυχοσύνθεσης των επενδυτών και των επιλογών τους σε δεδομένες χρονικές στιγμές και κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες λήψης αποφάσεων. Το παρελθόν έχει δείξει ότι οι μεγάλες καταρρεύσεις σε κεφαλαιαγορές παγκοσμίως ακολουθήθηκαν από επίσης μεγάλες ανόδους και απέφεραν τεράστια κέρδη στους τολμηρούς εκείνους επενδυτές που δεν ακολούθησαν την μάζα αλλά πορεύθηκαν μόνοι.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ, ΕΠΙΛΟΓΟΣ

«Αν και ακούμε μόνο τη φήμη και δεν γνωρίζουμε με κάθε τρόπο τίποτα».

Homer (18th BC)

Οι φήμες γίνονται αντιληπτές ως κάτι το μυστηριώδες, σχεδόν μαγικό. Γοητεύουν, ξεπερνούν, εγκλωβίζουν και ανακατεύουν τα μυαλά των ανθρώπων. Οι φήμες είναι το αρχαιότερο μέσο μαζικής ενημέρωσης στον κόσμο και η φύση τους είναι ακόμα δύσκολη να κατανοηθεί. Τι είναι τόσο ξεχωριστό σχετικά με τις φήμες; Γιατί οι άνθρωποι γίνονται τόσο ενθουσιασμένοι, αγχώδεις και νευρικοί; Γιατί οι εταιρείες απελευθερώνουν δελτία τύπου λέγοντας: «Εμείς δεν σχολιάζουμε σε φήμες;» Οι φήμες δεν είναι σε καμία περίπτωση μυστηριώδεις ή παράλογες, αλλά ακολουθούν μηχανισμούς που μπορούν να αναλυθούν. Η επιστημονική έρευνα έχει παραμελήσει σε μεγάλο βαθμό τις φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι μια ειδική περίπτωση κατά την οποία εξελίσσονται οι φήμες, αφού κάθε δράση βασίζεται στις πληροφορίες. Γνωρίζοντας περισσότερα απ' ό,τι άλλους συμμετέχοντες στην αγορά μπορεί να οδηγήσει σε πραγματικά χρηματικά κέρδη. Αλλά ακόμη και αν η φήμη διαφανεί ότι δεν είναι αληθινή, μπορεί να υπάρξουν σοβαρές οικονομικές συνέπειες. Φήμες χρησιμοποιήθηκαν κατά τις πρώτες ημέρες των χρηματοπιστωτικών αγορών με τέτοια απόδοση και αποτελεσματικότητα που προειδοποιούν για επιπτώσεις φημών. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτελούν γόνιμο έδαφος για τις φήμες. Θεωρούνται ως υποκατάστατο των ειδήσεων, οι οποίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές θεωρούνται απολύτως κρίσιμες. Ως εκ τούτου, στην έλλειψη ειδήσεων, κάτι πρέπει να εφευρεθεί. Σε μια τεταμένη, αγχωτική ατμόσφαιρα εργασίας, όλοι οι επιχειρηματίες λειτουργούν με ιδιαίτερα ευαίσθητες κεραίες. Ο φόβος ότι οι άλλοι άνθρωποι μπορεί να γνωρίζουν κάτι που δεν ξέρουν οδηγεί σε στρες και άγχος. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επιχειρηματίες χρειάζονται επιβεβαίωση των απόψεων και των θέσεών τους. Τα κενά στην πληροφόρηση συχνά γεμίζεται με κερδοσκοπικές σκέψεις. Η ανακοίνωση κερδοσκοπικών σκέψεων είναι μια κλασική μορφή της εξέλιξης της φήμης. Οι φήμες μπορεί να εξελιχθούν μόνο όταν το περιεχόμενο είναι ενδιαφέρον και σχετικό, όπως συγχωνεύσεις ή εξαγορές.

Οι φήμες στο πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών αγορών βασίζονται σε τρεις επιστημονικούς ακρογωνιαίους λίθους: Χρηματοοικονομική, Κοινωνιολογία και Ψυχολογία. Η θεωρητική προσέγγιση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής πληροί τις απαιτήσεις αυτές σε μεγάλο βαθμό. Ενώ με την προσέγγιση αυτή πολλές

λογικές εξηγήσεις για τα πρότυπα συμπεριφοράς μπορεί να βρεθούν, πρέπει να αναφερθεί ταυτόχρονα ότι η θεωρία δεν είναι τέλεια. Για παράδειγμα, σε πολλές περιπτώσεις δεν είναι σαφές πώς οι ιδέες από ψυχολογικά πειράματα μπορούν να μεταφραστούν σε πραγματικές οικονομικές διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Δεύτερον, η περιοχή με τη μεγαλύτερη ίσως δυνατότητα να βελτιωθεί η θεωρία για το πώς τα περιουσιακά στοιχεία αποτιμώνται και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, είναι η κοινωνική διαδικασία και η επιρροή του πώς οι προσδοκίες των αποδόσεων περιουσιακών στοιχείων σχηματίζονται και ενημερώνονται. Μεγάλη έρευνα έχει επικεντρωθεί σε ασυμμετρίες πληροφόρησης σε χρόνο και περιεχόμενο, και λιγότερο στις ασυμμετρίες επεξεργασίας των πληροφοριών. Επιπλέον, ενώ στις περισσότερες περιπτώσεις τα αποτελέσματα της μελλοντικής κατάστασης δεν επηρεάζονται άμεσα από τις πράξεις κάποιου, η αναμενόμενη προσδοκώμενη απόδοση περιουσιακού στοιχείου πρέπει να προσαρμοστεί στο αποτέλεσμα. Υπό αυτή την έννοια η ατομική συμπεριφορά επηρεάζεται κοινωνικά, και η αναμενόμενη προσδοκώμενη απόδοση περιουσιακού στοιχείου προσαρμόζεται στο νέο αποτέλεσμα, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται η μάζα του λαού.

Πολλοί άνθρωποι εξακολουθούν να πιστεύουν ότι υπάρχει κάτι το μυστηριώδες σχετικά με τις φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Δεν είναι τυχαίο ότι οι φήμες συχνά εμφανίζονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το γενικό περιβάλλον των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι πολύ ωφέλιμο για την ανάπτυξη των φημών. Ενώ το θέμα της πηγής πάντα ερωτάται πρώτο, δεν είναι το πιο ενδιαφέρον στοιχείο από επιστημονική άποψη. Η ιδέα της κρυμμένης, στρατηγικής λειτουργικής πηγής επιβιώνει με συνέπεια και επιτρέπει στο κοινό να δικαιολογήσει μια πεπεισμένη ψευδή φήμη. Η πηγή τότε μπορεί να κατηγορηθεί για τα πάντα και η ευθύνη για τη δημιουργία της μπορεί να αποσιωπηθεί εντελώς. Η αξιολόγηση της πηγής της φήμης, θεωρείται σχεδόν αδύνατη, τουλάχιστον από τους περισσότερους επενδυτές. Οι μη-επενδυτές ισχυρίζονται ότι γνωρίζουν την προέλευση πιο συχνά, το οποίο οδηγεί στο συμπέρασμα ότι έχουν μάλλον υπερβολική αυτοπεποίθηση όσον αφορά την ικανότητά τους να αξιολογήσουν την πηγή της φήμης. Οι φήμες ακούγονται πιο συχνά από τα μέσα ενημέρωσης. Δεδομένου ότι ο καθένας έχει συνδεθεί με τις ίδιες πηγές πληροφόρησης, οι φήμες διαδίδονται απίστευτα γρήγορα.

Οι φήμες δε μεταδίδονται αυτόματα. Οι άνθρωποι πρέπει να μιλήσουν γι' αυτές. Μιλώντας για μια φήμη, υπάρχει ελπίδα για πιο ακριβείς, επικυρωμένες ειδήσεις. Είναι σημαντικό να συνειδητοποιήσουμε ότι επικοινωνώντας με άλλους, το πρόσωπο που διαδίδει τη φήμη εκθέτει τον εαυτό του θεωρώντας τη φήμη σημαντική. Τα άτομα που πλησιάζουν άλλους είναι ήδη προκατειλημμένα και αναζητούν για απόψεις υποστηρίζοντας τις δικές τους. Αν το άτομο δεν θεωρεί ότι

είναι σημαντική, δε θα θέλει να μιλήσει γι' αυτήν. Οι φήμες μπορεί να εξαπλωθεί μόνο επειδή πιστεύουν σε αυτήν. Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης βρίσκονται σε μια πολύ βολική κατάσταση, επειδή μπορούν να ισχυριστούν ότι μεταδίδουν τη φήμη χωρίς να κρίνουν το περιεχόμενό της και ισχυρίζονται ότι δεν μπορούν να κατηγορηθούν για τυχόν συνέπειες από μια φήμη. Ο καθένας πρέπει να κρίνει την ακρίβεια και εγκυρότητα της φήμης για τον εαυτό του. Αυτό ισχύει σε κάποιο βαθμό, καθώς τα μέσα μαζικής ενημέρωσης είναι υπεύθυνα για την επιλογή και παρουσίαση των ειδήσεων. Είναι γνωστό ότι ο τρόπος που τα νέα παρουσιάζονται επηρεάζει δραματικά την αντίδραση των ανθρώπων. Είναι ευθύνη τους να κρίνουν και να αξιολογήσουν ποιες ειδήσεις και πώς παρουσιάζονται στο κοινό.

Η κίνηση των τιμών αντανακλά την πεποίθηση της αγοράς ως άθροισμα όλων των πεποιθήσεων. Η συμπεριφορά αγέλης εμφανίζεται μετά από την ανάπτυξη της φήμης. Όταν η τιμή κινείται σε μια φήμη, οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν ότι αποτελεί σήμα και άλμα στη προσκηνία. Οι τάσεις εξελίσσονται, οδηγώντας σε ερωτήσεις που πρέπει να απαντηθούν, όπως συμβαίνει με κάθε γεγονός ή είδηση.

Είναι μια συχνή δήλωση ότι η οικονομική θεωρία και τα οικονομικά μοντέλα, βρίσκονται σε μια κρίση, δεδομένου ότι υπάρχει ισχυρισμός ότι δεν είναι χρήσιμα. Το αντίθετο συμβαίνει. Μόνο με την ύπαρξη αυστηρών οικονομικών μοντέλων ήταν δυνατό να αντλήσουν προβλέψεις που μπορούν να εξετασθούν και να αξιολογήσουν κατά την εμπειρική και πειραματική απόδειξη. Είναι ουσιαστικά συστατικά για την απόκτηση σαφών συμπεριφορικών προβλέψεων και για την εμπειρική δοκιμή παρατηρούμενης συμπεριφοράς εναντίον τους. Ενώ η διαίσθηση είναι καλή και απαραίτητη, και χωρίς διαίσθηση πολύ συχνά ένα πρόβλημα είναι πάρα πολύ δύσκολο να γίνει αντιληπτό, από μόνη της δεν πληροί τις απαιτήσεις για δηλώσεις απόρριψης ή επιβεβαίωσης. Οι διαισθήσεις είναι συχνά πολύ ασαφείς και μερικές φορές απλά λαθεμένες.

Στο πλαίσιο των φημών, τρεις παράγοντες φαίνονται να είναι καθοριστικοί για τη μεγάλη αύξηση της ασάφειας των τιμών: Πρώτος παράγοντας είναι οι ετερογενείς συμμετέχοντες στην αγορά, καθώς είναι σημαντικές οι ετερογενείς πεποιθήσεις, οι προσδοκίες σχετικά με τη βέλτιστες διαπραγματευτικές στρατηγικές διαπραγμάτευσης και η ισορροπία των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Δεύτερος καθοριστικός παράγοντας είναι οι διφορούμενες πληροφορίες, καθότι η πρόσθετη δομή της ασάφειας στα σήματα διευκρινίζει πρώτον την πρόβλεψη διφορούμενων ειδήσεων να είναι επαρκής για την υπερτιμημένη ασάφεια και, δεύτερον, δημιουργεί μια άμεση σχέση μεταξύ του μεγέθους της υπερτιμημένης ασάφειας και της μετρούμενης μεταβλητότητας των βασικών αρχών. Τελευταίος παράγοντας είναι η υπερβολική εμπιστοσύνη που αποτελεί τον πιο ισχυρό παράγοντα στον τομέα της

έρευνας της ψυχολογικής διαδικασίας λήψης απόφασης. Η υπερβολική εμπιστοσύνη είναι διαδεδομένη ανάμεσα στους συμμετέχοντες της αγοράς όταν προβλέπεται η εγκυρότητα μιας φήμης. Καθένας από τους τρεις παράγοντες μπορούν ξεχωριστά και ανεξάρτητα να αυξήσουν τη μεταβλητότητα των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Αυτές οι τρεις έννοιες είναι όλες ανεξάρτητες και δεν έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους, αλλά είναι μάλλον συμπληρωματικές.

Συνολικά, έχουμε μάθει πολλά σχετικά με το γιατί βλέπουμε αυτά που βλέπουμε όταν οι φήμες εξελίσσονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Υπάρχουν πολλές λογικές θεωρητικές εξηγήσεις, βάσει αυστηρών οικονομικών μοντέλων, για αρκετά εμπειρικά παρατηρούμενα γεγονότα: μεταβλητότητα στα ύψη, ισχυρές διακυμάνσεις των τιμών για προφανούς αβάσιμους λόγους, παράγοντες που ευθύνονται για τη συμπεριφορά αγέλης, πότε και γιατί ενεργοποιούνται τα προσωπικά δίκτυα.

Ενώ πολλά έχουν μαθευτεί, ακόμη περισσότερες ερωτήσεις παραμένουν να απαντηθούν. Πού θα μας πάει το μέλλον και τι είδους τομείς της έρευνας φαίνεται ότι μπορούν να μας προσφέρουν μια ακόμα καλύτερη κατανόηση του ατόμου, καθώς και της συνολικής συμπεριφοράς στις χρηματοπιστωτικές αγορές; Τα πειράματα φημών που πραγματοποιήθηκαν έδειξαν ότι στερούμαστε της γνώσης σχετικά με τον ακριβή ρόλο των προσωπικών δικτύων και της επικοινωνίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές: πώς εξελίσσονται, πότε χρησιμοποιούνται, με ποιο σκοπό ακριβώς και τι πρέπει να αναμένεται από αυτές. Το ζήτημα της ιδιοτέλειας εναντίον της συνεργάσιμης συμπεριφοράς φαίνεται ιδιαίτερα σχετικό σε ένα τέτοιο πλαίσιο. Οι άνθρωποι είναι κοινωνικά όντα. Οι ψυχολογικές γνώσεις της λήψης αποφάσεων που αποκτήθηκαν από τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική παραμένουν μέχρι σήμερα σε γνωστικό επίπεδο, χωρίς κοινωνική αλληλεπίδραση. Ωστόσο, όταν οι άνθρωποι αρχίζουν να αλληλεπιδρούν και να λαμβάνουν αποφάσεις υπό την επήρεια αυτών των κοινωνικών αλληλεπιδράσεων, είναι αρκετά διαφορετικό σε σχέση με όταν αποφασίζουν για τον εαυτό τους.

Τέλος, η βιβλιογραφία φαίνεται τώρα να κατανοεί πώς οι οικονομικές αποφάσεις λαμβάνονται σε ένα κλειστό, στατικό και απαθές πλαίσιο. Ωστόσο, όταν υπάρχουν φήμες, συναισθήματα όπως η ελπίδα, ο φόβος και το άγχος είναι πιθανό να αναπτυχθούν.

Όσον αφορά τις φήμες πιο συγκεκριμένα, ακόμα πολλά πράγματα παραμένουν ανοιχτά, ιδίως στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι φήμες δεν είναι τίποτα για να φοβάσαι, ούτε είναι κάτι για το οποίο θα πρέπει να ανησυχείς. Θα είναι πάντα εκεί έξω. Όσο οι άνθρωποι επικοινωνούν μεταξύ τους, ανεξάρτητα από το πού, πότε και πώς, οι φήμες θα είναι πάντα ένα μέρος της επικοινωνίας τους.

Συμπέρασμα: προς την ανάπτυξη ενός Ερευνητικού Προγράμματος

Αν και επιστήμονες της συμπεριφορικής έχουν μάθει πολλά σχετικά με τη φύση των φημών, προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι οι χρηματοοικονομικές φήμες έχουν λάβει σχετικά μικρή ερευνητική προσοχή στο δικαίωμά τους, λαμβανομένων ιδίως υπόψη των δυνατοτήτων τους στις επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις και τα διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη. Υπό το φως των ραγδαίων εξελίξεων στον τρόπο με τον οποίο η πληροφορία εξαπλώνεται στο σύγχρονο επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον, και δεδομένου ορισμένων χαρακτηριστικών διαφορών που διακρίνουν τις χρηματοοικονομικές φήμες από τις μη χρηματοοικονομικές, είναι σαφές ότι χρειάζεται περαιτέρω ενδελεχής εξέταση και επανεξέταση των υποκείμενων δυναμικών και διαβίβαση χρηματοοικονομικών φημών.

Διάφορες πτυχές που θα πρέπει να μελετηθούν είναι:

- Η σχετική επίδραση των ψυχολογικών δυνάμεων που δίνουν ώθηση στις χρηματοοικονομικές φήμες.

Προκαταρκτικά ευρήματα υποδεικνύουν ότι οι συναισθηματικοί παράγοντες μπορεί να είναι μικρότερης σημασίας από ό, τι οι γνωστικές στην τόνωση της οικονομικής διαδικασίας της φήμης.

- Οι διαδικασίες με τις οποίες οι χρηματοοικονομικές φήμες αλλάζουν (αν όχι καθόλου) κατά τη διάρκεια της διαδικασίας μετάδοσης.

Η συντομότερη διάρκεια ζωής των χρηματοοικονομικών φημών και οι μεγαλύτερες πιέσεις για τους αποδέκτες φημών για να ενεργήσουν στο περιεχόμενό τους, υποδηλώνουν ότι τέτοιες φήμες είναι πιθανό να γίνουν πιο συνοπτικές και επαληθεύσιμες κατά τη διάδοσή τους.

- Η επιρροή των φημών σχετικά με τη συναλλακτική δραστηριότητα και τις μεταβολές των τιμών.

Οι λίγες έρευνες που έχουν διεξαχθεί μέχρι σήμερα δείχνουν ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις φήμες, αν και οι συνθήκες υπό τις οποίες αυτό δεν ισχύει, χρειάζεται να διερευνηθεί πληρέστερα.

- Η επιρροή των φημών για τους καταναλωτές και τους επαγγελματίες της αγοράς. Λίγα είναι γνωστά για το πώς οι καταναλωτές και οι επαγγελματίες της αγοράς ανταποκρίνονται στις χρηματοοικονομικές φήμες (π.χ., από την άποψη των αισθημάτων αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας και το βαθμό στον οποίο η εμπειρία με προηγούμενες φήμες επηρεάζει αντιδράσεις σε επόμενες).

Οι περιοχές αυτές αντιπροσωπεύουν ένα σημείο εκκίνησης προς την ανάπτυξη ενός συστηματικού προγράμματος έρευνας που τελικά θα μπορούσε να αποδειχθεί ιδιαίτερα καρποφόρο για τους μάντζερ και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη των επιχειρήσεων, οι οποίοι, περισσότερο από ποτέ, βρίσκονται αντιμέτωποι με ένα ιδιαίτερα άμορφο, ολισθηρό, και δυνητικά επικίνδυνο ανταγωνιστή στη χρηματοπιστωτική αγορά.

Πώς πρέπει οι επενδυτές να λάβουν υπόψη τους τις προκαταλήψεις που ενυπάρχουν στους εμπειρικούς κανόνες που συχνά χρησιμοποιούν και πώς πρέπει να αναπτύξουν καλύτερους εμπειρικούς κανόνες;

Ως επενδυτές, είμαστε προφανώς επηρεασμένοι από διάφορους συμπεριφορικούς και ψυχολογικούς παράγοντες. Τα άτομα που επενδύουν σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει να εφαρμόζουν ορισμένες διασφαλίσεις που μπορούν να βοηθήσουν στον έλεγχο ψυχικών σφαλμάτων και ψυχολογικών οδοφραγμάτων. Μια βασική προσέγγιση για τον έλεγχο αυτό, είναι για όλους τους τύπους των επενδυτών να εφαρμόσουν μια πειθαρχημένη στρατηγική εμπορικών συναλλαγών.

Ένας επενδυτής πρέπει να δημιουργήσει μια λίστα ελέγχου των επενδύσεων, που ασχολείται με θέματα όπως:

- Γιατί ο επενδυτής αγόρασε τη μετοχή;
- Ποιος είναι ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης;
- Ποια είναι η αναμενόμενη απόδοση από την επένδυση αυτή σε ένα έτος από τώρα;
- Τι θα συμβεί αν σ' ένα χρόνο από σήμερα, η μετοχή έχει χαμηλότερες ή υψηλότερες επιδόσεις από τις προσδοκίες σας; Αγορά, πώληση, ή διατήρηση της θέσης;
- Πόσο επικίνδυνη είναι η μετοχή αυτή στο συνολικό χαρτοφυλάκιο;

Ο σκοπός της ανάπτυξης και διατήρησης ενός «ρεκόρ επενδύσεων» είναι ότι με την πάροδο του χρόνου θα βοηθήσει έναν επενδυτή στην αξιολόγηση επενδυτικών αποφάσεων. Με αυτό το είδος στρατηγικής, οι επενδυτές θα έχουν ένα ευκολότερο χρόνο να παραδεχθούν τα ψυχικά σφάλματά τους και θα τους στηρίξει στον έλεγχο των «συναισθηματικών παρορμήσεων». Τελικά, ο τρόπος για να αποφευχθούν αυτά τα ψυχικά σφάλματα είναι το λιγότερο εμπόριο και η εφαρμογή «αγοράζω και κρατώ» στρατηγικής. Μια τέτοια μακροπρόθεσμη επενδυτική στρατηγική συνήθως υπερτερεί μιας βραχυπρόθεσμης στρατηγικής εμπορικών συναλλαγών με υψηλό τζίρο χαρτοφυλακίου.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Ackert Lucy and Deaves Richard (2010): *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Market*,

Anthony, S. (1973): Anxiety and rumor, *Journal of Social Psychology*

Arthur, W.B. (1995): Complexity in economic and financial markets, *Complexity*

Baker H. Kent and John R. Nofsinger (2010): *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*

Banerjee, A.V. (1993): The economics of rumors, *Review of Economic Studies*

Barberis N. & Thaler R. (2003): *A survey of behavioral finance*, Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam

Black F. (1986): *Noise*, Journal of finance

Chen, Nai-fu, Richard Roll, Stephen A. Ross (1986): *Economic Forces and the Stock Market*, Journal of Business

Chorus, A. (1953): The basic law of rumor, *Journal of Abnormal and Social Psychology*

Chuvakhin Nikolai: *Efficient Market Hypothesis And Behavioral Finance – Is A Compromise In Sight?*

Constantinides, George M., Milton Harris, Rene M. Stulz (2003): *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland

Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998): *Investor Psychology and Security Market under- and overreactions*, Journal of Finance

DeLong et al. (1991): *The survival of noise traders in financial markets*, Journal of Business

- De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. & Waldmann, R. (1998): *Noise trader risk in Financial Markets*, Journal of Political Economy 98
- DeBondt, W.F.M., and R. Thaler (1995): *Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective*, in Handbook of Finance ed. by R. Jarrow et al., Elsevier, Amsterdam.
- DiFonzo, N., and P. Bordia (1997): Rumor and prediction: Making sense (but losing dollars) in the stock market: *Organizational Behavior and Human Decision Processes*
- DiFonzo, N., and P. Bordia (2002): Rumors and stable-cause attribution in prediction and behavior, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*
- Dunn B. Henry, Stephen F. Austin State University Charlotte A. Allen, Stephen F. Austin State University (2005): RUMORS, URBAN LEGENDS AND INTERNET HOAXES
- Eckett S., Pearce C. (2008): *Harriman's Money Miscellany. A collection of financial facts and corporate curiosities*
- Fama, E.F. (1965): *The behavior of the stock market prices*, Journal of Business
- Fama, E.F. (1970): *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*, Journal of Finance
- Fama, E.F. (1991): *Efficient capital markets: II.* , J. Finance Glaser, M., Noth, M. and Weber, M. (2003): *Behavioral Finance*, Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making
- Goldberg, J. & Von Nitzsch, R. (2001): *Behavioral Finance*, Wiley Finance
- Hirshleifer, D. (2001): *Investor psychology and asset pricing*, Journal of Finance
- Katona, G. (1951): *Psychological Analysis of Economic Behavior*, McGraw-Hill, New York, NY
- Kimmel, A.J. (2003): Rumors and rumor control: A manager's guide to understanding and combating rumors, Lawrence Erlbaum Associates, Mahwah, NJ.

Koening, J. (1999): *Behavioral finance: Examining thought processes for better investing*, Trust & Investments

Kosfeld, M. (2005): Rumors and markets, *Journal of Mathematical Economics*

Kothari S. P., Jay Shanken. (2002): *Anomalies and Efficient Portfolio Formation*, The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research

Lifson E. Lawrence, Geist A. Richard (1999): *The Psychology of Investing*
Mangot Mickael (2007): *50 Psychological Experiments for Investors*, Dunod Paris

Massa M. and A. Simonov (2004): *Behavioral biases and portfolio choice*

McGoun, E.G. and Skubic, T. (2000): *Beyond Behavioral Finance*, The Journal of Psychology and Financial Markets

Nofsinger John R. (2007): *The psychology of Investing*, Third edition, Washington State University

Plous, S. (1993): *The psychology of judgment and decision making*, N.Y., McGraw-Hill.

Ricciardi, V. and Simon, H. (2000): *What is Behavioral Finance?*, Business Education and Technology Journal

Ritter, R.J. (2002): *Behavioral Finance*, Pacific-Basin Finance Journal

Rosnow, R.L., and A.J. Kimmel (2000): Rumors, *Encyclopedia of Psychology*, Oxford University Press, Oxford

Schindler Mark, (2007): *Rumors in Financial Markets; Insights into Behavioral Finance*, John Wiley & Sons Ltd, England

Sewell Martin (2007): *Behavioural Finance*

Shefrin H.(2002): *Beyond greed and fear, understanding behavioral finance and the Psychology of investing*

Shleifer A. (2000): *Inefficient Markets. An introduction to behavioral finance*,

Oxford University Press

Shleifer A., and Summers L.H (1990): *The noise Trader Approach In finance*, Journal of Economic Perspectives

Thaler R. (1993): *Advances in behavioral finance*

Tilson Wh. (2005): *Applying behavioral finance to value investing*

Trueman B. (1988): *A theory of noise trading in securities markets*, Journal of Finance

Tversky & Kahneman (1979): *Prospect theory, an analysis of decision under risk*

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αλεξιάκης Χρήστος, Ξανθάκης Εμμανουήλ (2008): *Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική*, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα

ΣΠΥΡΟΥ Ι. ΣΠΥΡΟΣ (2009): *ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία*

Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαου & Συνεργάτες: *Το Πλήθος στο Χρηματιστήριο - Η Διαμόρφωση της Ψυχολογίας της Μάζας & των Κινήτρων Συμπεριφοράς της* (Αναδημοσίευση Μέρους Παλαιότερης Έρευνας του Γραφείου Μελετών & Αναλύσεων, www.iraj.gr, Investment Research & Analysis Journal)

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://knol.google.com/k/behavioral-bias#>

<http://www.scribd.com/doc/37141501/Behavioral-Finance-Investors-Corporations-and-Markets>

http://media.wiley.com/product_data/excerpt/24/1180143/118014324-55.pdf

http://www.cengagebrain.com.au/shop/content/ackert61177_0324661177_02.01_chapter01.pdf

http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/#axzz1oGs9Kfa5

<http://www.investopedia.com/articles/02/112502.asp#axzz1oGs9Kfa5>

<http://www.euretirio.com/>

<http://www.investorhome.com/psych.htm>

<http://introduction.behaviouralfinance.net/>

<http://www.encyclo.co.uk/>

<http://www.finance-lib.com/>

http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page

www.marketbet.gr

www.capital.gr

www.ase.gr

www.naftemporiki.gr

www.euro2day.gr

<http://www.euro2day.gr/specials/opinions/132/articles/577411/Article.aspx>

www.finance-trading-times.com

<http://www.allbusiness.com>

<http://www.e-elgar.co.uk/>