



# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

### ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία  
Ανδρέας Ε. Φουστέρης (Α.Μ.: EMBA 1048)

## Φήμες & Χρηματοοικονομικές Αγορές

Επιβλέπων Καθηγητής: Νίκος Φίλιππας (Αναπληρωτής Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς)

Αθήνα, Δεκέμβριος 2012

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

### ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία  
Ανδρέας Ε. Φουστέρης (Α.Μ.: ΕΜΒΑ 1048)

## Φήμες & Χρηματοοικονομικές Αγορές

Επιβλέπων Καθηγητής: Νίκος Φίλιππας (Αναπληρωτής Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς)

Αθήνα, Δεκέμβριος 2012

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Στον πατέρα μου που έφυγε νωρίς...*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Περιεχόμενα

<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</b> .....	<b>9</b>
<b>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>11</b>
<b>2. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΩΝ ΦΗΜΩΝ</b> .....	<b>13</b>
<b>3. ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΦΗΜΩΝ</b> .....	<b>19</b>
3.1. Ορισμοί .....	19
3.2. Δομή και Κατηγορίες.....	24
3.3. Φήμες - Κουτσομπολιό.....	25
<b>4. ΦΗΜΕΣ &amp; ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ</b> .....	<b>27</b>
4.1. Αξίας των πληροφοριών .....	27
4.2. Αξία των πληροφοριών και Αποτελεσματικές αγορές .....	28
4.3. Οι κριτικές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	30
4.4. Η σχέση των φημών και της Συμπεριφορικής Οικονομικής .....	32
4.5. Χρηματοπιστωτικές αγορές και φήμες.....	33
4.6. Έξι τύποι φημών .....	35
4.7. Ταξινόμηση των φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.....	36
<b>5. ΦΗΜΕΣ ΚΑΙ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ</b> .....	<b>37</b>
5.1 Ορθολογική Συμπεριφορά στην κλασική Θεωρία των Οικονομικών .....	38
5.2 Περιορισμένη Ορθολογικότητα .....	41
5.3 Διαδικαστική Ορθολογικότητα .....	44
5.4 Μια ενέργεια είναι πάντα λογική .....	46
5.5 Ορθολογικότητα στις Χρηματοπιστωτικές Αγορές .....	47
5.6 Εμπειρικές μελέτες των φημών στο χρηματιστήριο .....	50
5.7 Πρότυπα των φημών .....	54
<b>6. ΦΗΜΕΣ &amp; Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> .....	<b>61</b>
6.1 Φήμες και η επίδραση τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών .....	61
6.2 Λαυρεωτικά .....	64
6.3 Οι Χρυσοί Ολυμπιακοί του 1996.....	67
6.4 Όμιλος Κλωνατέξ.....	70
6.5 Ηλέκτρα (Sciens Συμμετοχών).....	73
6.6 Αθηναϊκές Συμμετοχές.....	75
6.7 Geniki Bank.....	79
6.8 Alapis A.B.E.E. ....	81

<b>7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	<b>86</b>
<b>8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>88</b>
8.1 Ελληνική Βιβλιογραφία .....	88
8.2 Ξένη Βιβλιογραφία .....	88
8.3 Διαδικτυακοί Ιστότοποι .....	92
<b>9. ΣΧΗΜΑΤΑ</b> .....	<b>93</b>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Μια φήμη μπορεί να βρίσκεται οπουδήποτε, οποτεδήποτε. Μια φήμη έχει μια μυστήρια επίδραση, παγιδεύει και ξεσηκώνει τα μυαλά των ανθρώπων. Οι φήμες είναι το παλαιότερο μέσο μαζικής επικοινωνίας στον κόσμο και η φύση τους είναι ακόμα δύσκολο να κατανοηθεί. Τι είναι τόσο ιδιαίτερο με τις φήμες, που οι άνθρωποι συγκινούνται, ανησυχούν και νευριάζουν; Γιατί οι επιχειρήσεις δημοσιεύουν δελτίων Τύπου δηλώνοντας, «Δεν σχολιάζουμε τις φήμες».

Η συγκεκριμένη εργασία αποτελεί μια προσπάθεια να σκιαγραφηθεί αυτό που αποκαλούμε «φήμες» και οι συσχετισμοί τους στην ελληνική οικονομία.

Στόχος λοιπόν είναι:

1. Να παρουσιαστεί η φύση των φημών. Αυτό περιλαμβάνει τον καθορισμό και τη δόμηση των φημών σε σύγκριση με άλλους όρους όπως οι πληροφορίες, οι ειδήσεις και το κουτσομπολιό.
2. Να παρασχεθεί μια παρουσίαση των φημών σε σχέση με την έννοια της ορθολογικής συμπεριφοράς και πώς οι φήμες μπορούν να ταξινομηθούν και να κατηγοριοποιηθούν. Δηλαδή να εντοπίσουμε τους καθοριστικούς παράγοντες για την ένταση μιας φήμης και της διαδικασίας μετάδοσης της.
3. Να παρουσιαστεί ο τρόπος με τον οποίο διαδόθηκαν, επηρέασαν και κατέληξαν οι φήμες στη ελληνική οικονομία από την αρχή της ύπαρξης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Δηλαδή θα παρατεθούν ενδεικτικές περιπτώσεις από το 1972 έως σήμερα και κυρίως από την περίοδο μετά το 1999, όπου παρατηρήθηκε η ραγδαία άνθηση του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα.

Σε αυτό το σημείο θα ήθελα να ευχαριστώ πολύ τον κο. Νίκο Φίλιππα για την απρόσκοπτη και συνεχή καθοδήγηση και βοήθεια για την δημιουργία και ολοκλήρωση της εργασίας. Επιπρόσθετα ευχαριστώ όλους τους φίλους και συμφοιτητές μου για την χρήσιμη βοήθεια τους σε όλη μου την προσπάθεια για την πραγματοποίηση του συγκεκριμένου εγχειρήματος. Τέλος ευχαριστώ την μητέρα μου και την αδελφή μου για την στήριξη τους αυτά τα δύο χρόνια.

*Ανδρέας Ε. Φουστέρης*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Δεν ξέρουμε πάρα πολλά για 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 απλές συνηθισμένες πληροφορίες; Πώς οι φήμες διαδίδονται, πότε τις πιστεύουν και τι είδους αντίκτυπος μπορεί αυτοί να έχουν; Ο καθένας θεωρεί ότι είναι σε θέση να αναγνωρίσει μια φήμη όταν βρίσκονται αντιμέτωπος με αυτή, αλλά κανένας δεν μπορεί να σας δώσει έναν ικανοποιητικό ορισμό της φήμης. Όσο πιο πολύ οι άνθρωποι σκέφτονται για τις φήμες, τόσο περισσότερο συνειδητοποιούν πόσο δύσκολο είναι να τεθούν τα όρια σε αυτές, το τι είναι και τι δεν είναι. Γιατί είναι τόσο δύσκολο να κατανοήσουμε το ακριβές περιεχόμενο και τη λειτουργία μιας φήμης;

Υπάρχουν τουλάχιστον δύο πιθανές εξηγήσεις για αυτό. Η πρώτη εξήγηση είναι ότι μια φήμη συνήθως δεν είναι παρατηρήσιμη από την αρχή ως το τέλος. Όταν αρχίζουν να μελετούν μία φήμη έχει ήδη τελειώσει ή είναι στη τελική της φάση. Σε πολλές περιπτώσεις είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί η αφετηρία και η διαδικασία ανάπτυξής της. Η δεύτερη πιθανή εξήγηση είναι ότι οι φήμες, τουλάχιστον μέχρι μερικά έτη πριν, περιλαμβάνουν και ηθικές πτυχές. Αυτή η προκατάληψη έχει κάνει τους ανθρώπους να σκεφτούν περισσότερο για το ηθικό δικαίωμα μιας φήμης παρά την πραγματική λειτουργία της.

Ένα από τα κεντρικότερα στοιχεία της Θεωρίας των Οικονομικών είναι τα οικονομικά των πληροφοριών και πώς οι νέες πληροφορίες ενημερώνονται για την ανακατανομή των περιορισμένων πόρων. Οι φήμες είναι μια ιδιαίτερη μορφή πληροφοριών και τα πρόσθετα χαρακτηριστικά τους πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν εφαρμόζεται στη Θεωρία των Οικονομικών. Δεδομένου ότι οι φήμες περιλαμβάνουν όχι μόνο οικονομικά αλλά και ψυχολογικά και κοινωνιολογικά στοιχεία, είναι απαραίτητο να εφαρμοστεί μια διεπιστημονική προσέγγιση κατά την ανάλυση των φημών στις χρηματοοικονομικές αγορές και πιθανώς πιο ενδιαφέρον είναι να βρεθούν μηχανισμοί συμπεριφοράς σε ένα συνολικό επίπεδο. Ένας από τους στόχους αυτής της εργασίας είναι να αξιολογήσει εάν οι φήμες οδηγούν σε σχέδια

συστηματικής συμπεριφοράς κατά την συναλλαγή περιουσιακών στοιχείων σε μια χρηματοοικονομική αγορά.

Δυστυχώς από επιστημονική άποψη, δεν γνωρίζονται πολλά για τις φήμες, και ιδιαίτερα στις χρηματοοικονομικές αγορές. Αυτό είναι κάπως εκπληκτικό, δεδομένου ότι οι φήμες αφ' ενός έχουν μια πολύ μεγάλη ιστορία και είναι γνωστές για την αποδοτικότητα τους ως κανάλι επικοινωνίας στα Μέσων Μαζικής Επικοινωνίας, και αφ' ετέρου εμφανίζονται σχεδόν σε καθημερινή βάση σε εφημερίδες και περιοδικά. Μια από τις δυσκολίες της έρευνας για τις φήμες είναι η φύση και η πολυπλοκότητά τους. Ένα δεύτερο επιχείρημα για τη φτωχή έρευνα ως τώρα, πιθανόν να βρίσκεται στη δυσκολία συλλογής σωστών στοιχείων ποιότητας όσον αφορά τις φήμες, κυρίως στις χρηματοοικονομικές αγορές. Αυτή η εργασία είναι μια προσπάθεια να διαμορφωθεί σαφέστερη επίγνωση στο θέμα.

Ο γενικός στόχος είναι να παρασχεθεί γνώση στις διάφορες πτυχές των φημών στις χρηματοοικονομικές αγορές. Πώς μπορεί αυτό να επιτευχθεί; Δεδομένου ότι το θέμα δεν είναι εύκολο να εξεταστεί και σχεδόν ο καθένας έχει μια διαφορετική άποψη, καταρχήν θα πρέπει να διευκρινιστεί τι ακριβώς είναι μια φήμη και πώς σχετίζεται με άλλες έννοιες όπως οι πληροφορίες, οι ειδήσεις και το κουτσομπολιό. Αφετέρου, δεδομένου ότι η εργασία αυτή είναι μια έρευνα στις φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές, τα αποτελέσματα πρέπει να τεθούν στο πλαίσιο της υπάρχουσας οικονομικής βιβλιογραφίας. Αυτό περιλαμβάνει τις πτυχές όπως το πώς οι φήμες, ως ιδιαίτερη μορφή των πληροφοριών, χρησιμοποιούνται για να διαθέσουν τους λιγοστούς πόρους από τη πλευρά της Συμπεριφορικής Οικονομικής. Επιπλέον, πολλοί υποστηρίζουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά ενεργούν παράλογα όταν εξελίσσονται οι φήμες στις χρηματοοικονομικές αγορές. Επιπρόσθετα οι φήμες, ιδιαίτερα σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές αγορές, είναι στο μεταίχμιο της νομιμότητας και οι λεπτομέρειες των συναλλαγών των Συνδεμένων Προσώπων των εταιριών αποτελούν θέματα που πρέπει να εξεταστούν.

## 2. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΩΝ ΦΗΜΩΝ

Οι φήμες έχουν μια μεγάλη ιστορία. Κάποτε είχαν ακόμη και τη θεά τους. Στην ελληνική μυθολογία υπήρξε μια διάκριση μεταξύ της θεάς της φήμης και αυτής της δημοφιλούς φήμης. Ενώ η Όσσα προσωποποίησε τη θεά της φήμης και αποτελούσε αγγελιοφόρο του Δία, η Φήμη ήταν η θεά της δημοφιλούς φήμης. Ανήγγειλε οτιδήποτε άκουγε, πρώτα μόνο σε μερικούς, κατόπιν δυνατότερα έως ότου το είχε ο καθένας ακούσει. Αντιπροσωπευόταν από έναν φτερωτό, ευγενή άτομο που κρατά μια σάλπιγγα. Στην Ρωμαϊκή μυθολογία ήταν η Fama που προσωποποίησε τη θεά της φήμης. Λέγεται να έχει πολλά μάτια και στόματα. Ταξίδευε σε όλο τον κόσμο, ψιθυρίζοντας πρώτα τις φήμες της μόνο σε μερικούς, κατόπιν γινόταν δυνατότερη και δυνατότερη έως ότου ήξερε ολόκληρος ο κόσμος τις ειδήσεις. Ζούσε σε ένα παλάτι με χίλια παράθυρα, που κρατιόνταν πάντα ανοικτά, προκειμένου να μπορεί να ακούσει όλα όσα είχαν ειπωθεί από καθένα στη γη.

Το κοινό έχει εντυπωσιαστεί από τις φήμες για αιώνες, αλλά πήρε πολύ καιρό μέχρι να άρχισε η επιστημονική κοινότητα να μελετά τις φήμες ως χωριστό θέμα. Ήταν περίπου το 1900 όταν οι ψυχολόγοι, οι κοινωνιολόγοι και οι ψυχίατροι άρχισαν να εφαρμόζουν τις επιστημονικές μεθόδους στη ανθρώπινη συμπεριφορά. Οι μέθοδοι περιελάμβαναν πώς οι άνθρωποι εξετάζουν τις φήμες στη καθημερινή ζωή τους. Οι φήμες ήταν εκείνη την εποχή σχεδόν πάντα αρνητικής χροιάς, χαρακτηριστικό για τις κρίσεις, τις συγκρούσεις και τις καταστροφές. Ο Shibutani απαριθμεί 60 τεκμηριωμένες φήμες, 38 εκ των οποίων είναι σχετικά με πόλεμο, 13 με καταστροφές και 8 με κοινωνικές και προσωπικές κρίσεις. Η 60η φήμη είναι αρκετά ξεχωριστή και σχετίζεται με την εμφάνιση της Παναγίας στο Πουέρτο Ρίκο. Ο Rosnow και ο Fine (1976) περιλαμβάνουν τις φήμες στους θανάτους των προσωπικοτήτων, στις καταστροφές, τις φήμες σχετικά με τον πόλεμο και τις φήμες σχετικές με τις φυλές. Οι φυλετικές και οι πολεμικές φήμες φαίνονται να είναι πιο κοινές και προφανές είδος φήμης που οι άνθρωποι εξέταζαν πριν μερικές δεκαετίες. Ο Koenig προσθέτει στην ταξινόμηση του Shibutani άλλη μια κατηγορία αποκαλούμενη «εμπόριο». Τα τελευταία χρόνια οι φήμες σχετικές με το εμπόριο ήταν κυρίαρχες σε σύγκριση με τις φήμες σχετικές με τον πόλεμο ή τις φυλές.

Οι πρώτες μελέτες των φημών πρέπει να επικριθούν για την προκατάληψή τους προς τις φήμες ως κάτι ηθικά καταδικάσιμο και να αποτρεπτικό όσο το δυνατόν περισσότερο. Οι ορισμοί φήμης που χρησιμοποιούνταν τότε όπως των Allport και Postman καθορίζουν τη φήμη ως ανεπιβεβαίωτη πληροφορία. Εντούτοις, σε όλα τα παραδείγματά τους οι φήμες αποδεικνύονται ψεύτικες. Επομένως δεν είναι παρά λογικό ότι Allport και ο Postman καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια φήμη οδηγεί μόνο σε λάθος. Ο Allport και ο Postman εκείνη την εποχή υπηρετούσαν στο Αμερικανικό γραφείο των Πολεμικών Πληροφοριών, το οποίο είχε μεταξύ άλλων, το στόχο της αναπτυξιακής διαδικασίας των φημών κατά τη διάρκεια του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου. Αυτός είναι ο λόγος για τις πρόσθετες προσπάθειές τους να δυσφημήσουν τη συγκεκριμένη μορφή επικοινωνίας. Αν και η ίδια η έννοια της «φήμη» είναι ουδέτερη, επέλεξαν προσεκτικά τα παραδείγματα των φημών που ήταν σύμφωνα με την δική τους γραμμή επιχειρηματολογίας. Η μελέτη του Knapp δίνει τις συμβουλές για το πώς είναι δυνατή η αποτροπή της διάδοσης των φημών.

Οι συμβουλές είναι οι ακόλουθες:

- 1.** Βεβαιώστε τη καλή, πιστή ενημέρωση με τα κανονικά μέσα επικοινωνίας, έτσι ώστε να μην μπειτε στον πειρασμό να ενημερωθείτε από αλλού.
- 2.** Αναπτύξτε τη μέγιστη εμπιστοσύνη με τους ηγέτες και την κυβέρνησή σας που κάνουν το καλύτερό για να διαχειριστούν το πρόβλημα που προκαλείται από τις κρίσεις και τον πόλεμο. «Μπορούν καλύτερα να διαχειριστούν τις απογοητεύσεις της λογοκρισίας και των ανεπαρκών πληροφοριών από όταν δηλητηριάζεται η τοποθέτησή τους από την υποψία και τη δυσπιστία».
- 3.** Παρέχετε όσο το δυνατόν περισσότερες και γρηγορότερα ειδήσεις. Οι φήμες εξελίσσονται από μερικά γεγονότα ή αυθόρμητα θέματα του κοινού όπου δεν δίνονται απαντήσεις. Ικανοποιούν την ανάγκη να γίνει κατανοητό το γεγονός, εάν δεν είναι ξεκάθαρο.
- 4.** Καταστήστε τις πληροφορίες όσο το δυνατόν πιο προσιτές. Ακόμα και όταν δημοσιεύονται αξιόπιστες πληροφορίες, πρέπει να εξασφαλιστεί ότι φθάνουν στο κοινό με έναν θετικό και γενικό τρόπο. Όλα τα κενά πληροφοριών πρέπει να καλυφθούν και όλα τα μέτρα «είναι ζωτικής σημασίας στην πάλη ενάντια στη φήμη».

5. Αποτρέψτε την τεμπελιά, μονοτονία και την προσωπική αποδιοργάνωση, επειδή μπορούν να προκαλέσουν μια ισχυρή όρεξη για τις φήμες. Επομένως, είναι σημαντικό να κρατηθεί ο πληθυσμός από την αδράνεια μέσω του κατάλληλου επαγγέλματος εργασίας ή ελεύθερου χρόνου.

6. Κάντε εκστρατεία σκόπιμα ενάντια της φήμης, αφού «η φήμη μπορεί να παρουσιαστεί ως τέχνασμα της εχθρικής προπαγάνδας, που χρησιμοποιείται για να καταστρέψει το ηθικό», και «η φήμη μπορεί να εκτεθεί για την ανακρίβεια και την αναλήθειά της, και να δυσφημηθεί έτσι γενικά».

Υπό τους όρους του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου, οι συμβουλές του Knapp μπορεί να ήταν νόμιμες και ακριβείς προκειμένου να ενισχύσουν τις προσπάθειες του αμερικανικού έθνους. Εντούτοις, στους ειρηνικούς χρόνους εμφανίζεται ως η απεικόνιση ενός ολοκληρωτικού καθεστώτος. Οι συμβουλές αποκαλύπτουν ακούσια γιατί οι φήμες είναι ανεπιθύμητες πάντα. Επομένως οι ορισμοί μιας φήμης βασισμένης στο «ανεπαλήθευτο» και ακόμα χειρότερα στο «ψεύτικο» της πληροφορίας είναι ιδεολογικοί, επειδή είναι προκατειλημμένοι απέναντι στις φήμες ως κάτι που ενοχλεί ηθικά. Οι συμβουλές του Knapp διαβάζονται όπως μια καρικατούρα στους ειρηνικούς χρόνους, αλλά χρησιμεύουν ως ένα μέγα παράδειγμα για την προκατάληψη προς τις φήμες.

Οι φήμες δεν θα ήταν δημοφιλείς εάν ήταν όλες ψεύτικες. Είναι τόσο δημοφιλείς επειδή ακριβώς σε μερικές περιπτώσεις γίνονται αληθινές. Εντούτοις, οι φήμες μπορούν να εμφανιστούν ενοχλητικές, δεδομένου ότι είναι πληροφορίες μη ελέγξιμες από ένα κεντρικό όργανο.

Ο Allport και ο Postman (1946) δημιούργησαν έναν τύπο για να μετρήσουν την ένταση μιας φήμης. Δηλώνει ότι «οι δύο ουσιαστικοί όροι της σπουδαιότητας και της ασάφειας φαίνονται να αφορούν τη μετάδοση της φήμης σε ένα κατά προσέγγιση ποσοτικό θέμα». Ένας τύπος για την ένταση της φήμης είναι ο εξής:

$$R = I * a$$

R= Ένταση της φήμης, I = σημασία, a = ασάφεια

Με άλλα λόγια αυτός ο τύπος σημαίνει ότι η ένταση της φήμης σε κυκλοφορία θα ποικίλει με τη σημασία του θέματος στους ενδιαφερόμενους επί την ασάφεια των στοιχείων σχετικά με το επίμαχο θέμα. Η σχέση μεταξύ της σημασίας και της ασάφειας δεν είναι προσθετική αλλά πολλαπλασιαστική,

γιατί εάν είτε η σημασία είτε η ασάφεια είναι μηδέν δεν υπάρχει καμία φήμη. Ο Koenig σχολιάζει ότι «δεδομένου της φύσης των κρίσεων και τα θέματα προσωπικής ή εθνικής επιβίωσης που καταλαμβάνει το μυαλό των ανθρώπων (σημασία) σε ένα πλαίσιο σύγχυσης, η λογοκρισία ή η συνωμοσία (ασάφεια), ο τύπος αυτός και οι απόψεις που αντιπροσωπεύει φαίνονται κατάλληλοι για την εμπόλεμη περίοδο». Εντούτοις, ο Koenig δηλώνει συγχρόνως ότι δεν είναι βέβαιος «ότι ισχύει σε όλες τις καταστάσεις φήμης, όσο είναι πάντα εφαρμόσιμη η περιστατική αποτυχία των μέσων». Μπορεί λοιπόν να ειπωθεί ότι οι περιορισμοί σε αυτούς τους τύπους μελετών τοποθετούν ένα όριο στις γενικεύσεις που μπορούν να παραχθούν.

Ο Rosnow 1980 εκτενώς αναθεωρεί την θεωρία του Allport και του Postman για τις φήμες. Καταλήγει στο συμπέρασμα σχετικά με την υποστήριξη των υποθέσεών τους, ότι «ο εννοιολογικός ορισμός τους αποτυγχάνει να αποτελέσει τη μακροζωία των συμβολικών παραστάσεων στα θέματα φήμης που κυρώνουν και εξασθενούν, αλλά δεν εξαφανίζονται ποτέ. Τείνει επίσης να ελαφρύνει το ρόλο του ελεγκτή των μέσων στη διαιώνιση της φήμης». Ο Rosnow αναγνωρίζει την ηθική προκατάληψη στον ορισμό του Allport και του Postman και σημειώνει ότι «ένας φιλελεύθερος ορισμός εργασίας θα ήταν ότι η φήμη είναι μια πρόταση για την πεποίθηση που είναι ανεπιβεβαίωτη σε ευρεία κυκλοφορία». Ο Allport και ο Postman υποθέτουν πρόσθετα μια επίδραση καθαρισμού της διάδοσης της φήμης. Ο Rosnow συμφωνεί με την ευλογοφάνεια εκείνης της υπόθεσης αναφορικά με μια έκθεση από την Εθνική Συμβουλευτική Επιτροπή σχετικά με τις αστικές αναταραχές. Η έκθεση προειδοποιεί ότι «οι φήμες επιδείνωσαν σημαντικά τις εντάσεις και αναταραχές σε περισσότερα από 65% των αναταραχών που μελετώνται από την επιτροπή». Μια τρίτη υπόθεση από τον Allport και τον Postman που αναθεωρείται από τον Rosnow είναι η διαδικασία της επιπεδοποίησης, ευκρίνειας και αφομοίωσης. Δηλώνει ότι «υπάρχουν στοιχεία που οι διανοητικές πιέσεις και το φυσικό πορώδες της ανθρώπινης μνήμης μπορούν να αναγκάσουν τις φήμες να γίνουν απλουστευμένες και δομημένες στην επανάληψη, αλλά η γνωστική αναδιοργάνωση μπορεί επίσης να αναγκάσει τις φήμες να γίνουν πιο διάχυτες και σύνθετες». Ο Rosnow αναθεωρεί πρόσθετα τους θεωρητικούς ισχυρισμούς του Allport και του Postman. Αναγνωρίζει ότι «υπάρχουν



μεταβλητές εκτός από τη σημασία και την ασάφεια που επηρεάζουν την προέλευση και τη διαιώνιση των φημών». Ο Allport και ο Postman θεωρητικολόγησαν ότι η φήμη θα περιοριζόταν όταν ο πληθυσμός είναι υπό στενή παρακολούθηση ή υπαγόμενος στις αρνητικές κυρώσεις για τη συμμετοχή στη φήμη. Ο Rosnow καταλήγει στο συμπέρασμα ότι «είναι δυνατό να προβλεφθεί η αντίθετη επίδραση, εντούτοις, δεδομένου ότι η θεωρία αντίστασης θα οδηγούσε σε μια αντίδραση μπουμέρανγκ κάτω από αυτές τις συνθήκες».

Στο έγγραφο του το 1991, ο Rosnow αντικαθιστά ή απορρυθμίζει μεταβλητές πέρα του βασικού νόμου της φήμης που αναπτύσσεται από τον Allport και τον Postman που επηρεάζουν την προέλευση και τη διαιώνιση των φημών: γενική αβεβαιότητα, έκβαση σχετική με την συμμετοχή, προσωπικές ανησυχία και ευπιστία. Με την ανάλυση των διαφορετικών μελετών για τις μεταβλητές που επηρεάζουν την ένταση μιας φήμης ο Rosnow καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα σημαντικότερα στοιχεία που επηρεάζουν την ένταση μιας φήμης προέρχονται από τις μελέτες ανησυχίας. Οι μελέτες για την ευπιστία και την αβεβαιότητα αποκάλυψαν μέτρια αποτελέσματα στην ένταση μιας φήμης.

Ο Rosnow αναπτύσσει τρεις γενικές αρχές για τον έλεγχο της φήμης. Ο στόχος του είναι να προβλέψει μια πιο δραστήρια διαδρομή στη αποτελεσματική διαχείριση της φήμης όταν εκρήγνυνται οι ψεύτικες φήμες και οι καταστρεπτικές συνέπειες εμφανίζονται:

**1. Στρατηγική πρόληψης:** Προλάβετε τα γεγονότα στα οποία η ανησυχία και η αβεβαιότητα είναι βέλτιστες για να απειληθούν από τις φήμες, και εξουδετερώστε την κατάσταση προτού αναπτυχθούν οι καταστρεπτικές συνέπειες.

**2. Αποτυχία της στρατηγικής πρόληψης:** Προσπαθήστε να αποτρέψετε το πυροβόλο όπλο από το να εκρήγνυται επανειλημμένα. Είναι σημαντικό να παρατηρηθούν αυτά που οι φήμες αποκαλύπτουν για τις πηγές ανησυχιών και αβεβαιοτήτων των ανθρώπων.

**3. Αποτυχία της παρεμπόδισης του πυροβόλου όπλου από την έκρηξη:** Ελαχιστοποιήστε τη ζημία που μια τέτοια έκρηξη μπορεί να κάνει. Εάν η πηγή μπορεί να προσδιοριστεί (και πιθανώς η φήμη είναι ψεύτικη), να διαταχθεί η νομική δράση ενάντια στη πηγή και να εξεταστεί με προσοχή η κακόβουλη συμπεριφορά της.

Ο ίδιος Rosnow αναγνωρίζει ότι «είναι σημαντικό να μην χρωματιστεί μια υπερβολικά αισιόδοξη εικόνα που μπορεί να ολοκληρωθεί στην καταπολέμηση των καταστρεπτικών φημών, επειδή η τέχνη του ελέγχου της φήμης είναι ακόμα κατά ένα μεγάλο μέρος βασισμένο στη κοινή λογική, παρά στα στοιχεία και στη θεωρία». Πρέπει να σχολιαστεί ότι ο Rosnow εστιάζει μόνο στο θέμα της έντασης και του έλεγχου μιας φήμης. Η προσέγγισή του αποτυγχάνει να δώσει μια γενική εικόνα για την αιτία της ανάπτυξης, της διάδοσης και της πεποίθησής της φήμης καθώς επίσης και των ενεργειών των ανθρώπων. Το 1987, ο Karferer δημοσίευσε την αρχική έκδοση *Les Rumeurs: Media du Monde*, το οποίο από τότε έχει χρησιμεύσει ως η συγκριτική μέτρηση επιδόσεων για τη θεωρία φήμης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 3. ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΦΗΜΩΝ

#### 3.1. Ορισμοί

Σύμφωνα με το λεξικό μια φήμη είναι:

1. Συζήτηση ή άποψη που διαδίδεται ευρέως χωρίς ευδιάκριτη πηγή.
2. Μια τρέχουσα δήλωση ή έκθεση χωρίς γνωστή αρχή για την ύπαρξη της.

Οι Allport και Postman (1947), δύο από τους πρωτοπόρους στην έρευνα φήμης, επηρεάστηκαν από τα γεγονότα του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου όταν καθόρισαν μια φήμη ως «τα καταρχήν πλαστά κομμάτια των πληροφοριών, δεδομένου ότι στερούνται «ασφαλών» προτύπων στοιχείων».

Ο Knapp (1944) καθορίζει μια φήμη ως «πρόταση για την πεποίθηση της επίκαιρης αναφοράς που διαδίδεται χωρίς επίσημη επιβεβαίωση». Οι Peterson και Gist (1951) τη βλέπουν ως «ανεπιβεβαίωτη απολογισμό ή εξήγηση των γεγονότων, κυκλοφορώντας από πρόσωπο σε πρόσωπο και σχετικά με ένα αντικείμενο, ένα γεγονός ή ένα ζήτημα της δημόσια ανησυχίας». Αν και όλοι οι ορισμοί δεν είναι οι ίδιοι, περιλαμβάνουν τα στοιχεία που διαφοροποιούν μια φήμη από μια πληροφορία.

Τα διαφορετικά χαρακτηριστικά είναι ότι μια φήμη είναι: (α) ανέλεγκτη, (β) τοπικού ή χρονικά περιορισμένου σπουδαιότητας ή ενδιαφέροντος, και (γ) απεικονίζει πρώτιστα μια πεποίθηση.

1. Μια φήμη είναι μια πληροφορία που έχει φτωχά στοιχεία επικύρωσης. Μια φήμη μπορεί είτε να επιβεβαιωθεί ως αληθινή είτε να βρεθεί ψεύτικη σε ένα ορισμένο σημείο στο μέλλον. Η σημαντική διαφορά από τις πληροφορίες είναι ότι οι πληροφορίες επιβεβαιώνονται πάντα αμέσως, ενώ οι φήμες δεν επιβεβαιώνονται ποτέ αμέσως, αλλά μπορούν ή δεν μπορούν να επιβεβαιωθούν κάποια στιγμή στο μέλλον.

2. Η τοπική ή χρονικά περιορισμένη σημασία ή το ενδιαφέρον της φήμης αναφέρεται στο «κοινό» της. Το «κοινό» της φήμης είναι οι άνθρωποι που έρχονται αντιμέτωποι με αυτήν. Οι φήμες αναφέρονται στα θέματα της συνέπειας ή της μεγάλης σημασίας. Οι άνθρωποι που ερευνούν όχι μόνο θέλουν να ξέρουν για τη συνέπεια της φήμης, αλλά και πρέπει να ξέρουν τι άλλοι άνθρωποι σκέφτονται για την φήμη, για να προετοιμάσουν τις περαιτέρω ενέργειες.

3. Οι φήμες είναι δηλώσεις προοριζόμενες πρώτιστα για την πεποίθηση να είναι αληθινές ή να είναι ψεύτικες. Κάποιος πρέπει ενδεχομένως να ενεργήσει επάνω σε αυτές, ανάλογα με αυτό που άλλοι θεωρούν. Υπό αυτή την έννοια δεν διαφέρουν από τις επαληθευμένες πληροφορίες. Επειδή οι φήμες είναι πρώτιστα για την πεποίθηση, αυτό το χαρακτηριστικό τις διακρίνει από άλλες άτυπες πληροφορίες, όπως το κουτσομπολιό, τη λαογραφία ή τους μύθους. Το κουτσομπολιό προορίζεται πρώτιστα να διασκεδάσει τους ανθρώπους, ενώ η λαογραφία και οι μύθοι είναι ιστορίες που δεν υποστηρίζουν απαραίτητως ότι είναι αληθινές, αλλά στοχεύουν να μεταβιβάσουν σημαντικές αλήθειες. Οι φήμες, αντίθετα, επιμένουν να ληφθούν κυριολεκτικά.

Τι είναι ακριβώς μια ανεπιβεβαίωτη πληροφορία; Στη καθημερινή ζωή οι άνθρωποι μετά βίας επαληθεύουν τις πληροφορίες που τους έχουν δοθεί. Όταν οι άνθρωποι διαβάζουν ένα άρθρο σε μια εφημερίδα, εμπιστεύονται συνήθως τους ανθρώπους που έγραψαν το άρθρο και ότι το περιεχόμενο είναι αληθινό. Δεν έχουν την απόδειξη ότι είναι πραγματικά αληθινό, όμως υποθέτουν ότι έχει ελεγχθεί. Κατά συνέπεια, η επιβεβαίωση των πληροφοριών συνδέεται αχώριστα με το πρόσωπο από το οποίο έλαβαν τις πληροφορίες και που υποτίθεται ότι το είχε ελέγξει. Εάν δεν εμπιστεύονται το πρόσωπο που έχει παράσχει τις πληροφορίες, θα αμφιβάλουν ότι έχουν ελεγχθεί. Επομένως το κριτήριο της επαλήθευσης πάντα έχει ένα ισχυρό υποκειμενικό στοιχείο. Κατά συνέπεια, κάθε καθορισμός μιας φήμης που είναι βασισμένη στις «ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες» οδηγεί σε ένα λογικό αδιέξοδο και δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί από άλλες προφορικά μεταβιβασμένες πληροφορίες από οποιαδήποτε Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας. Είναι τότε κάθε προφορικά διαδεδομένη πληροφορία μια φήμη; Αυτό δεν είναι πολύ λογικό. Εάν οι άνθρωποι ρωτιούνται: «Ποιες είναι οι πιο πρόσφατες φήμες;», δεν θέλουν να ακούσουν τις πιο πρόσφατες επίσημες ανακοινώσεις τύπου από μια αντιπροσωπεία ειδήσεων. Ένας λογικός καθορισμός μιας φήμης πρέπει να αποκλείσει την προφορική μετάδοση ενός κομματιού των επίσημων πληροφοριών. Ο πρώτος καθορισμός μιας φήμης που ενσωματώνει δυναμική άποψη προέρχεται από τον Shibutani (1966). Καθορίζει μια φήμη ως «επαναλαμβανόμενη μορφή επικοινωνίας μέσω της οποίας τα άτομα που βρέθηκαν μαζί σε μια διφορούμενη κατάσταση προσπαθούν να κατασκευάσουν μια σημαντική ερμηνεία με τη συγκέντρωση

των διανοητικών πόρων τους». Κατά την άποψή του οι φήμες είναι όπως οι αυτοσχεδιασμένες ειδήσεις, που προκύπτουν από μια συλλογική διαδικασία διανομής. Σύμφωνα με τον Shibutani, μια φήμη είναι στη βάση ενός σημαντικού και διφορούμενου γεγονότος που παρατηρείται από τους ανθρώπους. Η φήμη είναι η περίληψη των διανοητικών πόρων των ανθρώπων προκειμένου να επιτευχθεί μια ικανοποιητική ερμηνεία του γεγονότος. Επομένως μια φήμη είναι μια διαδικασία επεξεργασίας πληροφοριών, καθώς επίσης και μια διαδικασία ερμηνείας και σχολιασμού. Μια φήμη είναι μια συλλογική πράξη για να δώσει στα ανεξήγητα γεγονότα μια αίσθηση νοήματος.

Οι άνθρωποι συγκεντρώνονται και σχολιάζουν τις ειδήσεις, με συνέπεια να παράγονται μια ή δύο εξηγήσεις. Η ανάπτυξη του περιεχομένου της φήμης δεν μπορεί να αποδοθεί στην αλλοίωση της αποτελεσματικότητας της μνήμης, αλλά στην ανάπτυξη και τη συμβολή των σχολίων που δίνονται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας της φήμης. Εκεί που το κοινό θέλει να καταλάβει, αλλά δεν λαμβάνει οποιεσδήποτε επίσημες απαντήσεις, υπάρχουν φήμες. Οι φήμες είναι η μαύρη αγορά των πληροφοριών. Συγχρόνως ο καθορισμός του Shibutani αναφέρεται στο σχηματισμό και την ανάπτυξή του. Αφορά τις φήμες που εξελίσσονται αμέσως μετά από ένα γεγονός. Αυτός ο καθορισμός φαίνεται πάρα πολύ συγκεκριμένος. Οι φήμες δεν χρειάζονται ένα γεγονός για να εξηγηθεί. Μερικές φήμες συμβαίνουν αυθόρμητα ή ακόμα και δημιουργούν τα γεγονότα οι ίδιες.

Δεν υπάρχει καμία ακριβής γραμμή μεταξύ μιας φήμης και μια πληροφορίας. Η διαχωριστική γραμμή μεταξύ μιας πληροφορίας και μιας φήμης είναι υποκειμενική και το αποτέλεσμα της πεποίθησής κάποιου. Οι άνθρωποι καλούν κάτι πληροφορία όταν το θεωρούν αληθινό και το καλούν φήμη όταν το θεωρούν ψεύτικο ή μην επιβεβαιωμένο. Εάν κάποιος είναι πεπεισμένος ότι μια φήμη είναι αληθινή, θα θεωρηθεί ως πληροφορία. Όταν οι άνθρωποι έχουν αμφιβολίες, θα εξετάσουν το ίδιο μήνυμα ως μια φήμη. Αυτό είναι το παράδοξο σχετικά με μια φήμη. Όταν το κοινό αναγνωρίζει τη φήμη ως «φήμη», αυτή δεν θα διαδοθεί περαιτέρω. Αλλά εάν δεν αναγνωριστεί υπό αυτήν τη μορφή, μπορεί ακόμα να διαδοθεί. Οι άνθρωποι δεν έχουν αρχικά μια πεποίθηση για μια είδηση και έπειτα την καλούν ως φήμη ή όχι. Η ετικέτα είναι το τελικό αποτέλεσμα της πεποίθησης, η οποία είναι μια άκρως

υποκειμενική κρίση. Η ίδια η φήμη είναι η ορατή μορφή της πεποίθησης. Επομένως μια φήμη μπορεί να γίνει κατανοητή πολύ καλύτερα στην ύπαρξή της παρά στο χαρακτήρα της.

Το θέμα της αλήθειας ή της μη αλήθειας μιας φήμης δεν είναι η σημαντικότερη ερώτηση που απαντιέται προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι φήμες. Η ανάπτυξη μιας φήμης εξελίσσεται επειδή μερικοί άνθρωποι θεωρούν ένα μήνυμα αρκετά σημαντικό να την διαβιβάσουν στο κοινωνικό περιβάλλον τους. Αυτή η δράση από μόνη της, δεν οδηγεί σε οποιοδήποτε συμπέρασμα σχετικά με το εάν η φήμη είναι πραγματικά αληθινή ή όχι. Η δυναμική μιας φήμης είναι ανεξάρτητη από το πρόβλημα της αλήθειάς της. Γι' αυτό ο Karferer (1996) καθορίζει μια φήμη ως εξής: «Μια φήμη είναι η εμφάνιση και η διάδοση των πληροφοριών σε έναν κοινωνικό οργανισμό που είτε δεν έχει επιβεβαιωθεί ακόμα από τις επίσημες πηγές, είτε έχει αμφισβητηθεί από αυτές».

Το περιεχόμενο μιας φήμης δεν διακρίνεται από την επαλήθευσή του, αλλά από τη μη επίσημη πηγή του. Η επαλήθευση του μηνύματος συνδέεται αχώριστα με την εμπιστοσύνη του προσώπου. Αυτό είναι ένα πάρα πολύ υποκειμενικό κριτήριο για να δικαιολογήσει έναν ορισμό. Αντί' αυτού υπάρχει σε μια ορισμένη συγκεκριμένη στιγμή μια δημόσια συναίνεση για την ταυτότητα των αποκαλούμενων επίσημων πηγών. Αν και οι άνθρωποι ενδεχομένως δεν εμπιστεύονται αυτές τις επίσημες πηγές εντελώς, εξουσιοδοτούνται για να ανακοινώσουν εξηγήσεις. Στη σύγκριση, το κουτσομπολιό είναι κάτι ήδη γνωστό και δεν προσδοκά ή δεν έρχεται σε αντίθεση με τις επίσημες πηγές.

Ο Karferer έχει επικριθεί για τη δήλωση ότι «οι φήμες αναγνωρίζονται ως κάτι που δεν έχει επιβεβαιωθεί ακόμα από τις επίσημες πηγές, είτε έχει αμφισβητηθεί από αυτές». Οι Schlieper-Damrich (2003) υποστηρίζουν ότι στον ορισμό του Karferer τα Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας δεν θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως επίσημες πηγές. Τα Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας είναι σε θέση να διαδίδουν φήμες, όπως, παραδείγματος χάριν, ο πόλεμος του Κόλπου το 1991 και ο πόλεμος ενάντια στο Ιράκ το 2003 είχε παρουσιαστεί. Οι φήμες θα μπορούσαν τότε να διαδίδονται μόνο προφορικά ή μέσω των ανεπίσημων φυλλαδίων.

Ο ορισμός του Karferer είναι σαφώς παρανοημένος. Η επιβεβαίωση ή η άρνηση μιας φήμης από τις επίσημες πηγές αφορά μόνο τις επίσημες πηγές που η φήμη επηρεάζεται. Εάν ο ορισμός εφαρμόζεται κατά αυτόν τον τρόπο, τα Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας είναι βεβαίως σε θέση να διαδίδουν φήμες. Ο ορισμός του Karferer μπορεί να τροποποιηθεί με τον ακόλουθο τρόπο λογαριάζοντας την κριτική των Schlieper-Damrich: «Μια φήμη είναι η εμφάνιση και η διάδοση των πληροφοριών σε ένα κοινωνικό οργανισμό και αυτή είτε δεν έχει επιβεβαιωθεί ακόμα είτε έχει αμφισβητηθεί από τις επίσημες πηγές που επηρεάζονται από αυτές».

Οι Rosnow και Kimmel (2000) υποστηρίζουν στον ορισμό τους «μια φήμη είναι μια ανεπιβεβαίωτη πρόταση για την πεποίθηση που φέρει την επίκαιρη σχετικότητα για τα πρόσωπα που συμμετέχουν ενεργά στη διάδοσή της». Ο Kimmel υποστηρίζει επίσης ότι «το κλειδί» είναι ότι η φήμη μπορεί τελικά να αποδειχθεί αληθινή ή ψεύτικη, αλλά μέχρι εκείνη τη στιγμή, η επικοινωνία υπόκειται στη δυναμική της φήμης. «Μια ιστορία σε διευρυμένη κυκλοφορία, που έχει ελεγχθεί επίσημα ως ψεύτικη μπορεί να θεωρηθεί ως φήμη, εφ' όσον υπάρχει μια αναστολή της δυσπιστίας στο περιεχόμενο της ιστορίας». Αυτό είναι μια σημαντική διαφορά από τον ορισμό του Karferer. Υποθέτει ότι η επαλήθευση μιας φήμης από τις επίσημες πηγές αμέσως γενικά γίνεται αποδεκτή, ενώ ο Kimmel υποστηρίζει ότι αυτό δεν είναι απαραίτητο να συμβεί. Η φήμη επομένως δεν θεωρείται πλέον φήμη όταν γίνεται αποδεκτή γενικά η επαλήθευση της φήμης από τις επίσημες πηγές. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά από τον ορισμό του Karferer βρίσκεται στο κείμενο «για τα πρόσωπα που συμμετέχουν ενεργά στη διάδοσή της». Ο Karferer δεν κάνει τη διάκριση μεταξύ των ανθρώπων που συμμετέχουν στη φήμη και εκείνων που δεν συμμετέχουν. Αυτό μπορεί να οδηγήσει, όπως ο Kimmel υποστηρίζει, σε διαφορετικές απόψεις εάν ένα κομμάτι των ειδήσεων πρόκειται ακόμα να θεωρηθεί φήμη ή έχει εισαγάγει το στάδιο μιας ελεγμένης πληροφορίας. Μόνο οι άνθρωποι που συμμετέχουν ενεργά στη διάδοση της φήμης μπορούν να την αντιληφθούν ως φήμη, δεδομένου ότι όπου δεν υπάρχει καμία διάδοση, δεν υπάρχει τίποτα που διαδίδεται, και η διάδοση είναι ένα ουσιαστικό συστατικό μιας φήμης.

### 3.2. Δομή και Κατηγορίες

Τρεις διαφορετικές κατηγορίες μπορούν να δομηθούν, όπως στο σχήμα 3.1. Οι ειδήσεις περιλαμβάνουν οποιοδήποτε είδος μηνύματος, είτε ελέγχεται είτε όχι. Μια φήμη αποτελεί ένα κομμάτι των ειδήσεων. Όταν οι φήμες εξελίσσονται, οι ειδήσεις ή τα μηνύματα διαδίδονται σε έναν κοινωνικό οργανισμό. Κάποια στιγμή θα έχουν επιβεβαιωθεί ως αληθινά ή διαψευστεί ως ψεύτικοι. Οι πληροφορίες όμως πάντα επιβεβαιώνονται αμέσως. Υποτίθεται ότι είναι αληθινές εξ ορισμού. Επομένως οι πληροφορίες δεν πρέπει να επαληθευθούν. Ένα ανεπιβεβαίωτο κομμάτι των ειδήσεων που δεν έχει εισαγάγει το στάδιο μιας φήμης καλείται επικοινωνημένη σκέψη. Η επικοινωνημένη σκέψη μπορεί να είναι θεωρητικής φύσης, μπορεί να είναι μια ερμηνεία των υπάρχουσών πληροφοριών ή να προέλθει από οποιοδήποτε είδος δημιουργικής διαδικασίας.

	Επιβεβαίωση Μηνύματος	
	Ειδήσεις	
	Πληροφορία	Φήμη
Ιδιωτικό Μήνυμα	Προσωπική Πληροφορία	Προσωπική Φήμη
Δημόσιο Μήνυμα	Δημόσια Πληροφορία	Δημόσια Φήμη

Πηγή: Schindler, M. (2007): "Rumors in financial markets: insights into behavioral finance"

**Σχήμα 3.1** Δομή των εννοιών, ειδήσεων, πληροφοριών και φημών

Τα σήματα μπορούν να παραληφθούν ιδιαίτερα ή δημόσια. Αν τα σήματα λαμβάνονται ιδιαίτερα, τότε προκύπτουν ασυμμετρίες πληροφόρησης. Εάν τα σήματα παραλαμβάνονται δημόσια, τότε ο καθένας λαμβάνει το σήμα ταυτοχρόνως (συμμετρία πληροφοριών). Αυτή η διάκριση σε σχέση με τις φήμες είναι σημαντική. Τα σήματα έχουν επιπτώσεις στην αξία ενός περιουσιακού στοιχείου και μπορούν να αναλυθούν αναλόγως.

Ο αντίκτυπος ενός σήματος ειδήσεων μπορεί να διαιρείται σε τρεις διαφορετικές διαστάσεις:



- **Μέγεθος:** Οι ειδήσεις έχουν αξία. Η αξία των ειδήσεων καθορίζει το μέγεθος του σήματος.
- **Ακρίβεια:** Ο βαθμός ετερογένειας των πεπιοθήσεων και των ερμηνειών καθορίζει την ακρίβεια των ειδήσεων.
- **Διάδοση:** Η διάδοση αναφέρεται στη χρονική έκταση έως όπου απεικονίζεται πλήρως η αξία των ειδήσεων.

Σύμφωνα με τις τρεις διαστάσεις, το μέγεθος, την ακρίβεια και τη διάδοση, οι πληροφορίες εναντίον των φημών μπορούν να αναλυθούν ως εξής:

- **Μέγεθος:** Δεν υπάρχει καμία διαφορά σχετικά με τις πληροφορίες εναντίον των φημών. Μια φήμη δεν χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι έχει ένα διαφορετικό μέγεθος από τις πληροφορίες.
- **Ακρίβεια:** Μια φήμη είναι ένα λιγότερο ακριβές σήμα από τις πληροφορίες. Η εγκυρότητα μιας φήμης σε σύγκριση με τις πληροφορίες είναι αβέβαιη.
- **Διάδοση:** Μια φήμη χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι διαδίδεται και επικοινωνείται, ενώ με τις πληροφορίες αυτό δεν είναι απαραίτητως. Η «ταχύτητα» της φήμης καθορίζει το μήκος της διαδικασίας διάδοσης.

### 3.3. Φήμες - Κουτσομπολιό

Οι φήμες είναι επίσης διακριτές από το κουτσομπολιό ή τη ασήμαντη ψιλοκουβέντα. Η άτυπη συνομιλία που είναι συνήθως για τους ανθρώπους, είναι συχνά θεωρητική και δημιουργεί μια θολή γραμμή μεταξύ της ύπαρξης μιας φήμης ή ενός κουτσομπολιού. Η διαπροσωπική συζήτηση που πραγματοποιείται μέσω του κουτσομπολιού πιθανώς θα αναφερθεί ακριβέστερα ως κουτσομπολιό παρά ως φήμη. Το κουτσομπολιό και οι φήμες χρησιμοποιούνται συχνά εναλλακτικά. Σύμφωνα με τον Hannerz (1967), οι φήμες και το κουτσομπολιό παρουσιάζουν σαφές διαφορές, ειδικά στις καταστάσεις επικοινωνίας. Το κουτσομπολιό αναφέρεται χωρίς εξαίρεση στους ανθρώπους, ενώ αυτό δεν είναι προϋπόθεση των φημών. Επιπλέον, το κουτσομπολιό μπορεί να υποστηριχθεί από τα γεγονότα που είναι αληθινά, ενώ με τις φήμες η ισχύς του περιεχομένου δεν είναι γνωστή ποτέ εκ των

προτέρων. Ο Rosnow (2001) υποστηρίζει ότι η φύση του κουτσομπολιού σε σύγκριση με τις φήμες είναι πιο άμορφη και περιπτή, και προσδιορίζεται από το πλαίσιο στο οποίο εμφανίζεται αμεσότερα. Το κουτσομπολιό προορίζεται να διασκεδάσει και εξελίσσεται χαρακτηριστικά αυθόρμητα στις άτυπες κοινωνικές καταστάσεις. Αν και η τοποθέτηση των συμβαλλόμενων που συμμετέχουν στη συζήτηση προς το περιεχόμενο είναι αδιάφορη ή ακόμα και περιφρονητική, τα μεταγενέστερα κίνητρά τους μπορούν να είναι ουσιαστικά.

Οι φήμες, οι πληροφορίες και το κουτσομπολιό μπορούν να διακριθούν από τις ιδιότητες που κατέχουν, όπως φαίνεται στο σχήμα 3.2. Οι ιδιότητες περιλαμβάνουν τη σημασία ή το ενδιαφέρον για το περιεχόμενο μηνυμάτων, εάν το μήνυμα στηρίζεται από την αλήθεια, εάν η επικοινωνία είναι άνθρωπο-κεντρική και η σχέση του μηνύματος. Η πρώτη και οι τελευταίες δύο ιδιότητες μπορούν να διαφοροποιήσουν μια φήμη από το κουτσομπολιό, ενώ οι δεύτερες και τρίτες ιδιότητες μπορούν να διακρίνουν μια φήμη από τις πληροφορίες.

Ιδιότητες	Φήμες	Πληροφορίες	Κουτσομπολιό
Σημαντικό	Ναι	Ναι	Όχι
Στηρίζεται από αλήθεια	Ναι ή Όχι	Ναι	Ναι ή Όχι
Διαδίδεται	Ναι	Όχι	Πιθανώς
Άνθρωπο-κεντρικό	Ναι ή Όχι	Ναι ή Όχι	Ναι
Σχέση μηνύματος	Αρνητική ή Θετική	Αρνητική ή Θετική	Αρνητική

Πηγή: Kimmel, A.J. (2003): "Rumors and rumor control: A manager's guide to understanding and combating rumors"

**Σχήμα 3.2** Ιδιότητες φημών, πληροφορίες και κουτσομπολιό

## 4. ΦΗΜΕΣ & ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Τα οικονομικά είναι η μελέτη για το πώς οι άνθρωποι θα διαθέσουν τους λιγοστούς πόρους με την πάροδο του χρόνου. Στην Παραδοσιακή Θεωρία των Οικονομικών, δύο υποδείγματα έχουν εξελιχθεί με την πάροδο του χρόνου, τα οποία μέχρι πριν μερικά χρόνια θεωρήθηκαν σχεδόν ως αναμφισβήτητα:

**1. Η συμπεριφορά των οικονομικών όντων είναι τέλεια «λογική»:** Η τέλεια ορθολογική συμπεριφορά σημαίνει ότι οι νέες πληροφορίες ερμηνεύονται σωστά για την αναπροσαρμογή των πιστεύω κάποιου, όπως στο νόμο Bayes. Αφετέρου, εάν οι πεποιθήσεις του ατόμου αντιμετωπίζονται όπως δίνονται, τότε θα πρέπει να λάβει τις αποφάσεις που είναι, από μια κανονιστική προοπτική, αποδεκτές υπό την έννοια ότι είναι σύμφωνες με την έννοια της Υποκειμενικής Αναμενόμενης Χρησιμότητας (SEU) που εισάγεται από τον Savage.

**2. Αποτελεσματική αγορά:** Η υπόθεση αποτελεσματικών αγορών (EMH) δηλώνει ότι οι τιμές θα απεικονίσουν πλήρως και στιγμιαία όλες τις διαθέσιμες σχετικές πληροφορίες. Εάν η υπόθεση είναι σωστή, τότε οι τιμές είναι «σωστές» και «δίκαιες». Επομένως δεν υπάρχει καμία στρατηγική επένδυση που να μπορεί να επιτευχθεί συστηματική υπέρβαση των σταθμισμένων μέσων αποδόσεων.

### 4.1. Αξίας των πληροφοριών

Η Οικονομική Θεωρία έχει αναπτύξει έναν ακριβή ορισμό της αξίας των πληροφοριών. Ένα μήνυμα για τα διάφορα γεγονότα που ενδεχομένως να συμβούν μπορεί να οριστεί ως μια δομή πληροφοριών. Το μήνυμα μπορεί να έχει διάφορες αξίες στους διαφορετικούς ανθρώπους ανάλογα με το εάν:

1. Θα βασίσουν ή όχι οποιεσδήποτε ενέργειες σε αυτό.
2. Τα κέρδη ή απώλειες χρησιμότητας που θα προκύψουν από τα μέτρα που λαμβάνονται.

Παράδειγμα: Η δυνατότητα ότι θα βρέξει σήμερα μπορεί να έχει τις απολύτως διαφορετικές αξίες σε έναν ιδιοκτήτη ενός τουριστικού εστιατορίου σε σύγκριση με έναν αγρότη. Ενώ ο αγρότης μπορεί να ανυπομονεί να βρέξει,

επειδή το έδαφος είναι ξηρό κατά τη διάρκεια των τελευταίων εβδομάδων, ο ιδιοκτήτης του εστιατορίου θα έχει πολύ λιγότερους πελάτες.

Η ανωτέρω έννοια της αξίας μιας δομής πληροφοριών μπορεί να τυποποιηθεί ως εξής:

$$V(\eta) \equiv \sum_m q(m) \text{MAX}_a \sum_e p(e|m) U(a, e) - V(\eta_0) \quad (4.1)$$

όπου:

$q(m)$  = η οριακή πιθανότητα της λήψης ενός μηνύματος  $m$

$p(e|m)$  = η υπό όρους πιθανότητα ενός γεγονότος  $e$ , λαμβάνοντας υπόψη ένα μήνυμα  $m$

$U(a, e)$  = η χρησιμότητα ως αποτέλεσμα μιας δράσης  $a$  εάν ένα γεγονός  $e$  εμφανίζεται. Αυτό λέγεται λειτουργία οφελών.

$V(\eta_0)$  = η αναμενόμενη χρησιμότητα του ενδιαφερόμενου χωρίς τις πληροφορίες

Σύμφωνα με την εξίσωση (4.1) ένας ιθύνων θα αξιολογήσει τη δομή πληροφοριών στην άφιξη της και θα επιλέξει τη δράση του για να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη χρησιμότητά του. Είναι δυνατό να καθοριστεί η βέλτιστη λύση για κάθε δομή πληροφοριών.

Από μαθηματική άποψη, η λύση τίθεται ως εξής:

$$\text{MAX}_a \sum_e p(e|m) U(a, e) \quad (4.2)$$

Το επόμενο βήμα είναι να σταθμιστεί η αναμενόμενη χρησιμότητα για κάθε μια βέλτιστη λύση σε σχέση με όλα τα πιθανά μηνύματα από την αντίστοιχη πιθανότητα  $q(\mu)$ , που λαμβάνει και που οδηγεί στη δράση. Τότε ο ιθύνων ξέρει την αναμενόμενη χρησιμότητα του συνόλου των μηνυμάτων. Αυτό χαρακτηριστικά ονομάζεται αναμενόμενη χρησιμότητα συνολικών πληροφοριών  $V(\eta)$ .

## 4.2. Αξία των πληροφοριών και Αποτελεσματικές αγορές

Η εξίσωση (4.1) ισχύει για να αξιολογήσει οποιαδήποτε δομή πληροφοριών και δίνει έμφαση στις υπονοούμενες ιδέες στον ορισμό των αποτελεσματικών αγορών. Ο Fama (1976) καθορίζει μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά ως μια στην οποία η κοινή διανομή των τιμών των τίτλων αξίων,  $f_m(P_{1t}, P_{2t}, \dots, P_{nt} | \eta_{t-1}^m)$ , λαμβάνοντας υπόψη το σύνολο των πληροφοριών που χρησιμοποιεί η αγορά για να αξιολογήσει τις τιμές των τίτλων αξίων στο  $t-1$ , είναι ίδιες με την

κοινή διανομή των τιμών που θα υπήρχε εάν όλες οι σχετικές διαθέσιμες πληροφορίες στο  $t-1$  χρησιμοποιηθούν,  $f(P_{1t}, P_{2t}, \dots, P_{nt} | \eta_{t-1})$ .

$$f_m(P_{1t}, P_{2t}, \dots, P_{nt} | \eta_{t-1}^m) = f(P_{1t}, P_{2t}, \dots, P_{nt} | \eta_{t-1}) \quad (4.3)$$

Εάν μια δομή πληροφοριών είναι σημαντικής αξίας, πρέπει να παρέχει με ακρίβεια τις πληροφορίες που δεν ξέρουμε έως τώρα. Εάν η διανομή τιμών της περιόδου  $t$ , που προβλέφθηκε με ακρίβεια στο χρονικό  $t-1$  βασισμένη στη διαθέσιμη δομή πληροφοριών, δεν είναι καθόλου διαφορετικές από τις τιμές που προβλέπονται με τη χρησιμοποίηση όλων των σχετικών πληροφοριών από το προηγούμενο χρονικό διάστημα, τότε δεν πρέπει να υπάρξει οποιαδήποτε διαφορά μεταξύ των πληροφοριών που χρησιμοποιούνται από την αγορά και το σύνολο όλων των σχετικών πληροφοριών. Αυτό είναι η ουσία μιας αποτελεσματικής αγοράς· απεικονίζει στιγμιαία και πλήρως όλες τις σχετικές πληροφορίες. Είναι σημαντικό να δηλωθεί εδώ, ότι αυτό υπολογίζεται αφαιρούμενων των δαπανών, δεδομένου ότι η αναζήτηση των πληροφοριών μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρή. Σε αυτήν την περίπτωση, το κέρδος χρησιμότητας του κάθε ατόμου που λαμβάνει τις πληροφορίες πρέπει να είναι μηδέν:

$$V(\eta_i) - V(\eta_0) \equiv 0 \quad (4.4)$$

Ο Fama (1970, 1976) ανέπτυξε τρεις διαφορετικές μορφές αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών. Διαφέρουν στην έννοια ακριβώς στο είδος πληροφοριών που γίνεται κατανοητό σύμφωνα και με τη φράση, «οι τιμές αξίας απεικονίζουν όλες τις σχετικές πληροφορίες».

**1. Αδύναμη εκδοχή αποτελεσματικότητας:** Κανένας επενδυτής δεν μπορεί να κερδίσει υπερβολικά κέρδη αναπτύσσοντας στρατηγικές εμπορικών συναλλαγών βασισμένες στην ιστορική τιμή ή πληροφορίες.

**2. Ημι-Ισχυρή εκδοχή αποτελεσματικότητας:** Κανένας επενδυτής δεν μπορεί να κερδίσει υπερβολικά κέρδη μέσω στρατηγικών εμπορικών συναλλαγών βασισμένων σε όποιες διαθέσιμες δημόσιες πληροφορίες.

**3. Ισχυρή εκδοχή αποτελεσματικότητας:** Κανένας επενδυτής δεν μπορεί να κερδίσει υπερβολικά κέρδη χρησιμοποιώντας οποιεσδήποτε πληροφορίες, είτε διαθέσιμες δημόσια είτε όχι.

Στην αδύναμη εκδοχή αποτελεσματικότητας, η σχετική δομή πληροφοριών  $\eta_t$  ορίζεται ως οι ιστορικές τιμές όλων των περιουσιακών στοιχείων. Όταν οι κεφαλαιαγορές είναι αποτελεσματικές στην αδύναμη εκδοχή, τότε η εξίσωση

(4.3) δηλώνει ότι η διανομή των τιμών σήμερα έχει ήδη ενσωματωθεί στην ιστορία των προηγούμενων τιμών. Αυτό υπονοεί ότι κανένας κανόνας εμπορικών συναλλαγών βασισμένος στην ανάπτυξη των προηγούμενων τιμών είναι σε θέση να παράγει οποιοσδήποτε υπερβολικά κέρδη. Επιπλέον, σύμφωνα με την εξίσωση (4.4), κανένας δεν θα πλήρωνε τίποτα για τις πληροφορίες ιστορικών τιμών.

Αυτή η έννοια έχει γίνει ένας από τους ακρογωνιαίους λίθους της Θεωρίας των Οικονομικών. Κυριολεκτικά εκατοντάδες άρθρα έχουν δημοσιευθεί δοκιμάζοντας εάν οι κεφαλαιαγορές είναι πράγματι αποτελεσματικές. Η αντίστοιχη υπόθεση έχει γίνει γνωστή ως Υπόθεση Αποτελεσματικών Αγορών (EMH).

### **4.3. Οι κριτικές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής**

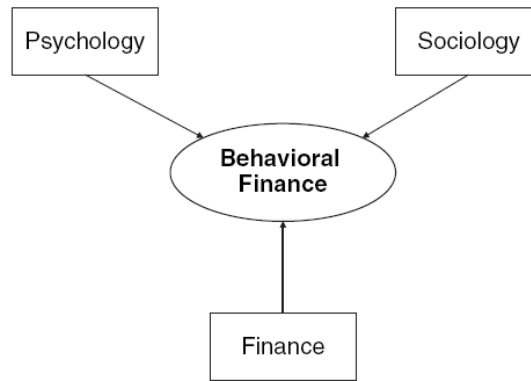
Το πλαίσιο της παραδοσιακής Θεωρίας των Οικονομικών είναι αξιοπρόσεκτα απλό, και θα ήταν περισσότερο από ικανοποιητικό εάν οι προβλέψεις επιβεβαιώνονταν από τα στοιχεία. Δυστυχώς, μετά από έτη έρευνας έχει γίνει εμφανές ότι τα βασικά γεγονότα για τις χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως η συμπεριφορά μεμονωμένων επενδυτών, δεν μπορούν να εξηγηθούν σε αυτό το πλαίσιο. Ωστόσο, η συζήτηση στη οικονομική βιβλιογραφία για την θεμελίωση και την εφαρμογή άλλων θεωρητικών προσεγγίσεων συνεχίζεται ακόμα (Barberis & Thaler 2003, Shiller 2002, Rubinstein 2000).

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι μια σχετικά νέα προσέγγιση στη Θεωρία των Οικονομικών, τουλάχιστον εν μέρει ως απάντηση στη δυσκολία του παραδοσιακού παραδείγματος για να εξηγήσουν τα εμπειρικά σωστά αποδεδειγμένα αποτελέσματα. Υπό μια ευρύτερη έννοια υποστηρίζεται ότι ορισμένα αισθητά φαινόμενα μπορούν να γίνουν κατανοητά καλύτερα με τα μη-τέλεια ορθολογικά συμπεριφοριστικά πρότυπα. Πιο συγκεκριμένα, αυτές οι προσεγγίσεις αναλύουν τι συμβαίνει όταν και οι δύο βασικές υποθέσεις της μεμονωμένης ορθολογικής συμπεριφοράς είναι χαλαρωμένες. Σε έναν τύπο του προτύπου Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, τα άτομα δεν είναι ικανά να επικοινωνήσουν τις πεποιθήσεις τους σωστά. Σε κάποιους τύπους προτύπων, ο νόμος Bayes εφαρμόζεται σωστά εντούτοις, τα άτομα

λαμβάνουν αποφάσεις που δεν είναι κανονιστικά συμβατές με την έννοια της υποκειμενικής αναμενόμενης χρησιμότητας.

Μια από τις ενστάσεις ενάντια στη Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι ότι ακόμα και όταν δεν ενεργούν λογικά μερικά άτομα, τότε μια πλειοψηφία ορθολογικών ατόμων θα αποτρέψει τις εμπορικές τιμές από το να κινηθούν πάρα πολύ μακριά από την πραγματική αξία τους. Ένα από τα επιτεύγματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής ως σήμερα είναι διάφορες επιστημονικές επισημάνσεις, που δείχνουν ότι σε μια οικονομία όπου λογικά και παράλογα άτομα αλληλεπιδρούν, η παράλογη συμπεριφορά μπορεί να ασκήσει σημαντική και ουσιαστική επίδραση στις τιμές των εμπορικών συναλλαγών. Αυτά είναι γνωστά στη βιβλιογραφία ως τα όρια στο αρμπιτράζ, ένας ακρογωνιαίος λίθος του ερευνητικού τομέα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Επιτρέποντας στις σαφείς προβλέψεις να δηλωθούν, τα συμπεριφορικά πρότυπα πρέπει να είναι σε θέση να διευκρινίσουν ένα είδος παράλογης συμπεριφοράς. Πώς παρεκκλίνουν τα συμπεριφορικά σχέδια από το νόμο Bayes και τη μεγιστοποίηση της υποκειμενικής αναμενόμενης χρησιμότητας; Προκειμένου αυτές οι ερωτήσεις να μπορούν να απαντηθούν, οι οικονομολόγοι έχουν συμβουλευθεί τα πειραματικά στοιχεία της γνωστικής ψυχολογίας. Ο συγκεκριμένος ερευνητικός τομέας έχει καταδείξει ότι ορισμένες προκαταλήψεις εμφανίζονται συστηματικά ενώ τα άτομα καθορίζουν τις προτιμήσεις τους και λαμβάνοντας υπόψη τις πεποιθήσεις τους, λαμβάνουν τις αποφάσεις τους. Η ψυχολογία επομένως είναι ένας δεύτερος ακρογωνιαίος λίθος στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Ένας τρίτος ακρογωνιαίος λίθος στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η κοινωνιολογία, παρόλο που παραμελείται συχνά, είναι μεγάλου ενδιαφέροντος όταν αλληλεπιδρούν τα άτομα στις αγορές, και ιδιαίτερα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μέχρι τώρα σιωπηρά υποτίθεται ότι οι αποφάσεις των ατόμων λαμβάνονται χωρίς οποιαδήποτε αλληλεπίδραση και ολοκληρώνονται χωρίς επιρροή οποιουδήποτε άλλου ατόμου. Ωστόσο, ιδιαίτερα στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι ενέργειες δεν αναλαμβάνονται απομονωμένες, αλλά συχνά και σε μεγάλο μέρος επηρεάζονται κοινωνικά.



Πηγή: Ricciardi, V., and H.K. Simon (2000): "What is behavioral finance?"

#### Σχήμα 4.1 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Το σχήμα 4.1 παρουσιάζει τη διεπιστημονική προσέγγιση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Η παραδοσιακή Οικονομική, εντούτοις, μένει στην καρδιά των εννοιολογικών μελετών της Συμπεριφορικής Οικονομικής, όμως ενσωματώνει τις συμπεριφορικές πτυχές από την ψυχολογία και την κοινωνιολογία. Η μοναδικότητα της Συμπεριφορικής Οικονομικής βρίσκεται στην ολοκλήρωση και στην θεμελίωση αυτών των διαφορετικών τομέων επιστημονικής έρευνας.

#### 4.4. Η σχέση των φήμων και της Συμπεριφορικής Οικονομικής

Η αξιολόγηση των πληροφοριών, και το πώς οι νέες πληροφορίες πρέπει να έχουν επιπτώσεις στην κατανομή των λιγοστών πόρων, είναι μια από τις βασικές αρχές στην οποία η Θεωρία των Οικονομικών είναι βασισμένη. Δεδομένου ότι οι φήμες είναι μια ειδική μορφή πληροφοριών, είναι αυτονόητο ότι οι φήμες πρέπει να αναλυθούν από μία οικονομική άποψη. Αφετέρου, οι φήμες επηρεάζονται βαριά από ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες. Οι φήμες περιλαμβάνουν σιωπηρά ένα κοινωνικό στοιχείο, δεδομένου ότι χωρίς επικοινωνία η φήμη δεν θα διαδιδόταν. Η ψυχολογία διαδραματίζει επίσης έναν ρόλο όταν εξελίσσονται οι φήμες, δεδομένου ότι μπορούν να οδηγήσουν σε συναισθήματα όπως ο φόβος και η ανησυχία. Σε τέτοιες περιπτώσεις οι άνθρωποι ίσως να μην λάβουν τις αποφάσεις τόσο λογικά όσο θα έκαναν.

Αυτά τα χαρακτηριστικά κάνουν τις φήμες να αναλυθούν από τα Συμπεριφορικά Οικονομικά δεδομένου ότι καλύπτουν τα στοιχεία όλων των



επιστημών που προαναφέρθηκαν. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική λαμβάνει δύο προοπτικές. Η πρώτη είναι το μεμονωμένο επίπεδο, όπου μια διαδικασία απόφασης επένδυσης αναλύεται, ενώ η δεύτερη είναι σε ένα επίπεδο συνόλου ή αγοράς. Μέσα από την πρώτη προσέγγιση, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αναλύει κάτω από ποιες περιστάσεις και πώς τα άτομα λαμβάνουν τις αποφάσεις επένδυσης που παρεκκλίνουν από την τέλεια ορθολογική συμπεριφορά που έχει τεκμηριωθεί από τη παραδοσιακή Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Μέσα από τη δεύτερη προσέγγιση, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι μεταξύ άλλων παραγόντων, η μη-τέλεια ορθολογική συμπεριφορά είναι αρμόδια για την αποτυχία της υπόθεσης αποτελεσματικών αγορών (EMH).

#### **4.5. Χρηματοπιστωτικές αγορές και φήμες**

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν πάντα μια κλίση για τις φήμες, επειδή στην αίθουσα εμπορικών συναλλαγών όλη η δράση είναι βασισμένη στις ειδήσεις. Η γνώση περισσότερο από άλλους συμμετέχοντες της αγοράς μπορεί να οδηγήσει σε πραγματικά κέρδη χρημάτων. Όπως ένας trader δήλωσε, «τα τύμπανα της ζούγκλας των εμπόρων είναι μεταξύ των πιο ευαίσθητων στο κόσμο». Μπορούν να ρισκάρουν εάν θεωρούν ότι η φήμη απεικονίζει την αλήθεια, αλλά ακόμα κι αν δεν είναι μπορούν να οδηγήσουν στις οικονομικές συνέπειες. Οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές θεωρούνται ως υποκατάστατο των ειδήσεων. Οι ειδήσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι απολύτως κρίσιμες. Επομένως στην έλλειψη των ειδήσεων κάτι απλά εφευρίσκεται. Σε μια ανήσυχη, αγχωτική εργασιακή ατμόσφαιρα, όλοι οι traders λειτουργούν με τις υψηλής ισχύος κεραίες. Ο φόβος ότι άλλοι άνθρωποι μπορούν να ξέρουν κάτι που δεν ξέρουν οι ίδιοι τους αγχώνει και τους ανησυχεί. Σε αυτές τις καταστάσεις οι traders χρειάζονται την επιβεβαίωση των απόψεων και των θέσεων τους. Τα κενά στις πληροφορίες καλύπτονται συχνά με τις κερδοσκοπικές σκέψεις. Η επικοινωνία των κερδοσκοπικών σκέψεων είναι μια κλασική μορφή ανάπτυξης φήμης. Οι φήμες μπορούν μόνο να εξελιχθούν όταν το περιεχόμενο είναι ενδιαφέρον και σχετικό. Οι συζητήσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι ένα παράδειγμα ενός γεγονότος υπέρ της ανάπτυξης φήμης.

Δηλώσεις όπως «Ενδιαφερόμαστε πάντα για λογικές και ευεργετικές αποκτήσεις» ή «Αρνούμαστε να σχολιάσουμε αυτό το θέμα» ανοίγουν την πόρτα στις φήμες και στις φαντασίες.

Είναι οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές διαφορετικές από άλλες φήμες; Όχι, αλλά υπάρχουν παράγοντες που καθιστούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές ιδιαίτερα ευαίσθητες στις φήμες:

- Ο αριθμός συμμετεχόντων είναι περιορισμένος. Το μέγεθος της πιθανής δημοσιοποίησης μίας φήμης είναι περιορισμένο και οι επενδυτές έχουν ένα αποτελεσματικό δίκτυο πληροφόρησης.
- Οι traders είναι ειδικοί στον τομέα τους και έχουν μια υψηλή αξιοπιστία. Γνωρίζουν την αγορά καλά και είναι εξειδικευμένοι σε ορισμένα οικονομικά προϊόντα ή όργανα. Οι traders δεν θεωρούν αληθινές όποιες ειδήσεις λαμβάνουν.
- Ο χρόνος είναι κρίσιμος. Οι traders είναι συνεχώς υπό πίεση. Η ανήσυχη και νευρική ατμόσφαιρα είναι ένα άριστο γόνιμο έδαφος για τη διάδοση των φημών. Οι traders δεν έχουν το χρόνο να ελέγξουν τις ειδήσεις ή να αξιολογήσουν την ακρίβειά του. Πρέπει να αποφασίσουν τι να κάνουν παρά την αβεβαιότητα. Η ανάγκη των γρήγορων αποφάσεων κρατά την πείνα για τις φρέσκες ειδήσεις (και έτσι για τις φήμες) ζωντανή.
- Σε σύγκριση με άλλες φήμες, εκείνοι στις χρηματοπιστωτικές αγορές περιλαμβάνουν πάντα έναν οικονομικό κίνδυνο. Ένας trader θα μπορούσε να κάνει λάθος στην αξιολόγηση της πεποίθησης της αγοράς. Εάν δεν κάνει εμπόριο-πράξη διακινδυνεύει ένα κέρδος εάν η φήμη αποδειχθεί αληθινή. Γενικά, ο trader δεν ανησυχεί για την πηγή της φήμης. Δεν έχει το χρόνο να το σκεφτεί. Η φήμη είναι εκεί, η οποία του είναι αρκετή. Πολλοί έμποροι δεν φροντίζουν ακόμη και εάν η φήμη πρόκειται να είναι αληθινή.
- Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ένα μέρος όπου οι ενδιαφερόμενοι είναι πλημμυρισμένοι με τις ειδήσεις. Είναι πολύ γνωστό ότι οι φήμες εξελίσσονται στην έλλειψη των ειδήσεων. Το ίδιο πράγμα ισχύει για την υπερχειλίση ειδήσεων. Ποιες ειδήσεις θεωρούνται αληθινές όταν λαμβάνονται πάρα πολλές; Κάποιοι είναι πιθανό να εργαστούν με τις ασφαλέστερες λαμβανόμενες ειδήσεις και να στηριχθούν στους παράγοντες που υποστηρίζουν τις απόψεις τους.

#### 4.6. Έξι τύποι φημών

Η ποικιλία των φημών μπορεί να μειωθεί όταν ταξινομούνται οι φήμες σύμφωνα με την πηγή και τον τύπο εμφάνισης. Μια ανάλυση αυτών των δύο παραγόντων οδηγεί σε έξι τύπους φημών (πίνακας 4.2):

1. Όποτε το κοινό δεν έχει λάβει γρήγορες και σαφείς απαντήσεις στις ανοιχτές ερωτήσεις, διαμορφώνει με την προσωπική και τη συλλογική του άποψη για τις καταστάσεις που οδηγεί σε μια φήμη. Η διαδικασία της εμφάνισης είναι αυθόρμητη και εξελικτική. Το κοινό δημιουργεί και επιλέγει εκείνες τις υποθέσεις που παράγουν την υψηλότερη ικανοποίηση και την υψηλότερη υποκειμενική πιθανότητα να είναι αληθινές.
2. Σε σύγκριση με (1), οι υποθέσεις προκαλούνται σκόπιμα για να ωφεληθούν από ένα συγκεκριμένο γεγονός.
3. Σε αυτόν τον τύπο, μια μετά βίας παρατηρούμενη λεπτομέρεια ή ένα σήμα προκαλεί τη φήμη. Για ένα τέτοιο σήμα προκειμένου να γίνει αντιληπτό, μια μικρή ομάδα ανθρώπων πρέπει να προσέξει αυτή την λεπτομέρεια. Το κοινό έπειτα αντιδρά στιγμιαία και κατά τρόπο εξαιρετικά ευαίσθητο προς αυτό.
4. Όπως στην περίπτωση (3) είναι δυνατό ότι ορισμένες ερμηνείες μιας λεπτομέρειας διαδίδονται σκόπιμα.
5. Ο πέμπτος τύπος φήμης χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι έχει ένα αβέβαιο σημείο προέλευσης. Στην ανάλυσή του, κανένα γεγονός, σύμπτωμα, σημάδι ή λεπτομέρεια δεν μπορεί να βρεθεί. Είναι ένα προϊόν της φαντασίας. Χαρακτηριστικά, τέτοιες φήμες είναι γνωστές ότι δημιουργούν συναισθήματα φόβου, ευτυχίας και πνευματικές ευεξίας.
6. Σε σύγκριση με τη περίπτωση (5) οι φήμες φαντασίας είναι πιθανότερο να προκληθούν σκόπιμα.

Οι αυθόρμητες φήμες που προέρχονται από ένα γεγονός ή μια λεπτομέρεια αποτελούν την πλειοψηφία των φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Γενικά, οι φήμες φαντασίας δεν πιστεύονται στην αγορά και επομένως δεν είναι πολύ ρεαλιστικές. Τέλος είναι πιθανό ότι μερικές φήμες προκαλούνται σκόπιμα.

Τύπος Εμφάνισης	Πηγή της Φήμης			
		Από γεγονός	Από λεπτομέρεια	Από Φαντασία
	Αυθόρμητα	1	3	5
Σκόπιμα	2	4	6	

Πηγή: Kapferer, J.-N. (1996): Geröchte: Das älteste Massenmedium der Welt, Gustav Kiepenheuer Verlag, Leipzig

#### Σχήμα 4.2 Έξι τύποι φημών

#### 4.7. Ταξινόμηση των φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές

Οι έξι διαφορετικοί τύποι φημών, όπως δηλώνονται προηγουμένως, εφαρμόζονται σε οποιοδήποτε είδος φήμης. Οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να ταξινομηθούν περαιτέρω σε δύο διαστάσεις και τέσσερις κατηγορίες (πίνακας 4.3):

1. Γενικές φήμες δημόσιου χαρακτήρα. Παράδειγμα: Ο Μπασάρ αλ Άσαντ θα εξοριστεί.
2. Συγκεκριμένη φήμη δημόσιου χαρακτήρα. Παράδειγμα: Το ΟΠΕΚ συμφωνεί σχετικά με την αύξηση της παραγωγής πετρελαίου. Αυτή η φήμη είναι συγκεκριμένη δημόσιου χαρακτήρα, δεδομένου ότι ο γενικός πληθυσμός παρατηρεί τη μεταβολή των τιμών αμέσως στο βενζινάδικο και συγχρόνως η φήμη αφορά μια συγκεκριμένη βιομηχανία.
3. Γενικές φήμες της αγοράς. Παράδειγμα: Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορεί να αντιμετωπίσουν πρόσθετες νομικές παρεμβάσεις. Μια τέτοια φήμη είναι σχετική με την οικονομική κοινότητα, κατά συνέπεια είναι μια φήμη αγοράς και γενικού ενδιαφέροντος.
4. Συγκεκριμένες φήμες της αγοράς. Παράδειγμα: Η Εθνική Τράπεζα είναι στις συζητήσεις συγχώνευσης με την Alpha Bank. Μια φήμη σε σχέση με τις συζητήσεις συγχώνευσης μεταξύ Εθνικής και Alpha είναι μια φήμη αγοράς σχετικά με ένα συγκεκριμένο οικονομικό κλάδο.

Τύπος Εμφάνισης	Πεδίο της Φήμης		
		Δημόσιο	Αγορά
	Γενική	1	3
Συγκεκριμένη	2	4	

Πηγή: Koenig, F.W. (1985): "Rumor in the marketplace: The social psychology of Commercial Hearsay"

#### Σχήμα 4.3 Κατηγορίες φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές

## 5. ΦΗΜΕΣ ΚΑΙ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ

Οι άνθρωποι συχνά μιλούν για τις ανεξήγητες μετακινήσεις τιμών, που προκαλούνται από τους παράλογους συμμετέχοντες της αγοράς, όταν εξελίσσονται οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Δεδομένου ότι η ορθολογικότητα είναι μια βασική έννοια μέσα στα οικονομικά και στην Θεωρία των Οικονομικών, είναι απαραίτητο να εξεταστεί το θέμα στα πλαίσια των φημών που αξιολογούν εάν η ανωτέρω δήλωση είναι δικαιολογημένη.

Ο όρος ορθολογικότητα, οι ιστορικές ρίζες της οποίας είναι στα λατινικά, προέρχεται από τη λέξη «ratio» που σημαίνει «λόγος». Μια ορθολογική συμπεριφορά πρόκειται επομένως να λάβει λογικές αποφάσεις. Εντούτοις, αυτό που γίνεται κατανοητό από μια λογική πράξη είναι ακόμα ανοικτό και μπορεί να κριθεί χωριστά. Στα οικονομικά, από τη ορθολογική συμπεριφορά γίνεται κατανοητό η λήψη αποφάσεων που μεγιστοποιούν την προσωπική χρησιμότητα του ατόμου και αυτό αντιστοιχεί στην κλασική εικόνα ενός «Homo economicus» (ο Ορθολογικός Οικονομικός Άνθρωπος). Ωστόσο, οι άνθρωποι δεν ενεργούν πάντα ως «Homo economicus» στην πραγματικότητα. Έτσι αυτό το είδος ορισμού δεν μας βοηθά πραγματικά για να ανακαλύψουμε τι είναι η ορθολογική συμπεριφορά. Ίσως θα βοηθούσε να στραφούμε στην αντίθετη κατεύθυνση και να καθορίσουμε τι σημαίνει ο παραλογισμός. Σύμφωνα με το λεξικό ο παραλογισμός ορίζεται ως «από το μυαλό μη κατανοητό». Σε σύγκριση με τον ορισμό της ορθολογιστικής ικανότητας, το μυαλό τίθεται σε σχέση με το λόγο. Εάν μια πράξη δεν είναι κατανοητή από το μυαλό δεν είναι προφανώς και λογική. Όπως ακριβώς μια λογική πράξη, είναι υποκειμενική έτσι και η αξιολόγηση εάν η δράση ενός ατόμου που θεωρείται μη λογική. Το ιστορικό πλαίσιο επομένως δεν είναι ικανό να παραδώσει τις ιδέες στις οποίες ο ορισμός της ορθολογιστικής ικανότητας είναι πραγματικά λογικός και αντίστοιχα εφικτός. Επομένως, οι διαφορετικές έννοιες της ορθολογιστικής ικανότητας παρουσιάζονται και αναθεωρούνται για διαφορετικούς «λόγους».

## 5.1 Ορθολογική Συμπεριφορά στην κλασσική Θεωρία των Οικονομικών

Στην κλασσική Θεωρία των Οικονομικών η έννοια της ορθολογικότητας συνδέεται πάντα με την ανθρώπινη δράση. Υπάρχουν δύο προεξέχουσες απόψεις μιας ορθολογικής δράσης: (1) η έννοια των προτιμήσεων: οι συνεπείς αποφάσεις στις καταστάσεις που λαμβάνονται με τις διαφορετικές πιθανές εναλλακτικές λύσεις, (2) η έννοια της αναμενόμενης χρησιμότητας: η ίδια αναμενόμενη χρησιμότητά μεγιστοποιείται.

**1. Η έννοια των προτιμήσεων:** Η λήψη των συνεπών αποφάσεων υπονοεί ότι έχετε μια σχέση προτίμησης και η επιλογή σας γίνεται σύμφωνα με την αντίστοιχη καλύτερη εναλλακτική λύση σύμφωνα με εκείνη τη σχέση προτίμησης. Κάτω από μια σχέση προτίμησης γίνεται κατανοητό ότι είστε σε θέση να δηλώσετε εάν βρίσκετε ένα εναλλακτικό A τουλάχιστον τόσο καλό όσο ένα εναλλακτικό B. Η έννοια των σχέσεων προτίμησης επομένως στηρίζεται σε μια σχετική αξιολόγηση. Με αυτόν τον τρόπο απαιτείται να κατέχει η σχέση προτίμησης ορισμένες εύλογες ιδιότητες.

**2. Η έννοια της αναμενόμενης χρησιμότητας:** Η απλή ιδέα πίσω από τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης χρησιμότητας είναι ότι οι προτιμήσεις (προτιμώ το εναλλακτικό A από το εναλλακτικό B) των ατόμων μπορεί να χωριστεί από την εξόφληση των πιθανοτήτων και του επιπέδου τους. Ενώ οι προτιμήσεις είναι σε κάθε περίπτωση υποκειμενικές, μια διάκριση πρέπει να γίνει σχετικά με την άφιξη των πιθανοτήτων και του επιπέδου εκείνων των εξοφλήσεων. Οι πιθανότητες μπορούν είτε να προκαθοριστούν αντικειμενικά είτε να βασιστούν σε υποκειμενική αξιολόγηση. Είναι επιπλέον σημαντικό να είναι γνωστό ότι δεν είναι απαραίτητο να ξέρετε τη λειτουργία χρησιμότητάς σας ή ακόμα και να αναλάβετε μια αξιολόγηση των εναλλακτικών λύσεων με την αναμενόμενη χρησιμότητά τους, για να είστε σε θέση να μεγιστοποιήσετε τη δική σας χρησιμότητα. Εφ' όσον η σχέση προτίμησης εκπληρώνει ορισμένες ιδιότητες, μπορεί να παρουσιαστεί από μια αναμενόμενη λειτουργία χρησιμότητας. Σύμφωνα με αυτήν την έννοια μια ορθολογική δράση είναι η επιλογή μιας εναλλακτικής δράσης, όταν μεγιστοποιείτε την αναμενόμενη χρησιμότητά σας μέσα στην αναμενόμενη λειτουργία χρησιμότητας.

Η μεγιστοποίηση της αναμενόμενης χρησιμότητάς σας υπονοεί τις συνεπείς αποφάσεις όπως περιγράφονται παρακάτω. Εντούτοις το αντίστροφο δεν ισχύει, δηλαδή όποιος παίρνει συνεπείς αποφάσεις δεν μεγιστοποιεί αυτόματα την αναμενόμενη χρησιμότητά του:

Υπάρχουν διάφορες προϋποθέσεις που πρέπει να εκπληρωθούν έτσι ώστε κάθε άτομο να μπορεί να υπολογίσει την αναμενόμενη χρησιμότητά του:

1. Μια δράση για να μεγιστοποιηθεί η αναμενόμενη χρησιμότητα της περιέχει πάντα μια χρονική διάσταση. Το άτομο επομένως πρέπει να ξέρει όλες τις συνθήκες μετά από τη λήψη μέτρων.
2. Όλα τα άτομα πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογήσουν τον επιμερισμό της πιθανότητας των συνθηκών και των συνεπειών τους μετά τη λήψη των μέτρων.

Αυτό που είναι σημαντικό είναι ότι ένα άτομο πρέπει να είναι σε θέση να παραγάγει μια κατανομή πιθανότητας για όλες τις συνθήκες και τις συνέπειές τους. Αυτή η κατανομή πιθανότητας μπορεί είτε να είναι καθαρώς υποκειμενική είτε αντικειμενική.

Οι αντικειμενικές πιθανότητες προσανατολίζονται χαρακτηριστικά στους φυσικούς νόμους που δίνονται από τη φύση και γίνονται γενικά αποδεκτοί. Παραδείγματος χάριν, πρέπει να υποθέσετε ότι όταν ρίχνετε ένα ζάρι με έξι πλευρές, η «αντικειμενική» πιθανότητα είναι μια στις έξι ότι κατά τον κύλισμα του ζαριού θα εμφανιστεί ένα έξι (δίκαιο ζάρι).

Οι υποκειμενικές πιθανότητες μπορούν να περάσουν από ένα άτομο σε ένα άλλο, που ελπίζει ότι αυτές θα πείσουν και θα υπερισχύσουν της εκτίμησης του άλλου (διανομή πιθανότητας). Αυτή η διανομή δεν είναι απαραίτητο να είναι αληθινή. Εάν ένας αρκετά μεγάλος αριθμός ατόμων έρχεται στην ίδια εκτίμηση των διανομών πιθανότητας, τότε αυτές μπορούν να μετατραπούν σε σχεδόν-αντικειμενικές πιθανότητες.

Υποκειμενικές πιθανότητες οδηγούν οι ίδιες σε φαντασίες πεποίθησης, αντιλήψεις και προσωπική αξιολόγηση κάθε ατόμου. Υποθέστε ότι ρωτιέστε ποιά είναι η πιθανότητα ο ήλιος θα λάμψει αύριο. Τι θα απαντούσατε; Δεν ξέρω στα σίγουρα εάν ο ήλιος θα λάμψει ή όχι. Μπορείτε να προσπαθήσετε να μαντέψετε από το σημερινό καιρό πως θα μοιάσει ο αυριανός καιρός. Ή θα μπορούσατε να εξετάσετε την καιρική πρόβλεψη για να ανακαλύψετε τι προβλέπουν τα πρότυπα των μετεωρολόγων. Σαν τρίτη εναλλακτική λύση θα

μπορούσατε να χτίσετε απλούς κανόνες σχετικά με όταν έλαμπε στο παρελθόν ο ήλιος και να παράγετε την πρόβλεψή σας επ' αυτού. Από αυτό θα βρείτε μια προσωπική αξιολόγηση, βασισμένη στην αντίληψή σας και η ερμηνεία, για το πώς πιθανώς πιστεύετε ότι αύριο ο ήλιος θα λάμψει. Ωστόσο, δεν θα είστε σε θέση ποτέ (ούτε ακόμη και οι καλύτεροι μετεωρολόγοι δεν μπορούν) να πείτε με βεβαιότητα με ποια υποκειμενική πιθανότητα ο ήλιος θα λάμψει ή όχι αύριο.

Ποιος τύπος πιθανοτήτων είναι τώρα απαραίτητος για να απαντήσει στις οικονομικές ερωτήσεις; Αυτή η ερώτηση δεν μπορεί να απαντηθεί με σιγουριά. Για την εφαρμογή της θεωρίας αναμενόμενης χρησιμότητας στο πρότυπο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), οι αντικειμενικές πιθανότητες της προεξόφλησης των μελλοντικών συνθηκών πρέπει να υποτεθεί. Η δυσκολία με τις υποκειμενικές πιθανότητες βρίσκεται εκεί, ότι είναι απολύτως αυθαίρετες και δεν υπάρχει καμία πεποίθηση σχετικά με τη τακτικότητα τους. Δεδομένου ότι κάθε άτομο χρησιμοποιεί τη φαντασία για το πόσο πιθανή είναι η πραγματοποίηση ορισμένων συνθηκών, η κατανομή μιας πιθανότητας είναι ένα καθαρό θέμα πεποίθησης και δεν έχει τίποτα να κάνει με την πραγματικότητα. Επιπλέον, με αυτήν την έννοια οι περισσότερες αποφάσεις δεν ισχύουν πλέον από μαθηματικής άποψης. Επειδή αυτό είναι μια πολύ ανεξήγητη κατάσταση για τους παραδοσιακούς οικονομολόγους, υποστηρίζεται ότι τα άτομα είναι σε θέση να μετασχηματίσουν τις υποκειμενικές πιθανότητες σε ισοδύναμες αντικειμενικές πιθανότητες. Ένα παράδειγμα, επομένως, για το πώς αυτό θα μπορούσε να λειτουργήσει σύμφωνα με την κλασική Θεωρία των Οικονομικών σε έναν λογικό κόσμο είναι «η ενημέρωση του Bayes».

Παράδειγμα: Ένα νεογέννητο παιδί (ας υποθέσουμε ότι αυτό το νεογέννητο παιδί είναι πολύ ευφυές) παρατηρεί την πρώτη ανατολή του ηλίου. Αναρωπιέται εάν αύριο ο ήλιος θα ανατέλλει πάλι ή όχι. Κατόπιν διαθέτει και για τα δύο γεγονότα τις ίδιες προηγούμενες πιθανότητες. Το παιδί κάνει αυτό με την τοποθέτηση μιας άσπρης και μαύρης σφαίρας σε ένα δοχείο. Το επόμενο πρωί, όταν ανατέλλει πάλι ο ήλιος, βάζει μια άλλη άσπρη σφαίρα στο δοχείο. Η πιθανότητα, ότι μια τυχαία συρμένη σφαίρα από το δοχείο είναι άσπρη (δηλ. ο βαθμός της πίστης του παιδιού ότι αύριο ο ήλιος θα ανατέλλει πάλι) έχει ανέλθει από το μισό στα δύο τρίτα. Μετά από την ανατολή η



επόμενη ημέρα το παιδί προσθέτει μια άλλη άσπρη σφαίρα στο δοχείο και ανεβαίνουν οι πιθανότητες στα τρία τέταρτα. Και ούτω καθεξής. Με την πάροδο του χρόνου η αρχική εκτίμηση, όπου ο ήλιος θα ανατέλλει με την ίδια πιθανότητα που ο ήλιος δεν θα ανατέλλει, θα κινηθεί προς μια σχεδόν βεβαιότητα, ότι ο ήλιος θα ανατέλλει πάντα.

Είναι η ενημέρωση του Bayes ρεαλιστική; Η βιβλιογραφία τουλάχιστον συμφωνεί ότι οι πιθανότητες ως αντικειμενικά μέτρα επιτρέπονται μόνο κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Πρέπει να υπάρξει ένας μεγάλος αριθμός γεγονότων που έχουν πραγματοποιηθεί υπό τους ίδιους όρους και οι συχνότητές τους είναι μετρήσιμες καθώς επίσης και σχετικές. Αυτές οι προϋποθέσεις δεν είναι ουσιαστικά αισθητές στο πραγματικό κόσμο. Επιπλέον, δείχνει ότι η έννοια των αντικειμενικών πιθανοτήτων είναι μια σχετική έννοια, δεδομένου ότι εξαρτάται από την προ-πληροφορία του ατόμου. Αυτή η γνώση έχει εκτεταμένες επιπτώσεις. Εάν το άτομο είναι σε θέση να βελτιώσει την κατάσταση απόφασής του με το κέρδος των πρόσθετων πληροφοριών και μπορεί να έρθει πιο κοντά στις αληθινές αντικειμενικές πιθανότητες, τότε με την ύπαρξη των αντικειμενικών πιθανοτήτων όλα τα άτομα πρέπει να ενημερωθούν πλήρως. Εάν αυτές οι υποθέσεις δεν μπορούν να ισχύσουν, τότε η ερώτηση που προκύπτει είναι ποιες πληροφορίες πρέπει να έχουν τα άτομα προκειμένου να αξιολογηθούν όλα τα μελλοντικά γεγονότα και πώς οι αποφάσεις πραγματοποιούνται. Αυτό δεν υπονοεί ότι τα άτομα δεν είναι ικανά να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους με τις πληροφορίες που έχουν. Ωστόσο είναι ικανά να διερμηνεύουν τη διαθέσιμη πληροφορία για να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους ή είναι αυτά ικανοποιημένα με μια μη-μέγιστη λύση; Αυτές οι ερωτήσεις οδηγούν στην έννοια της περιορισμένης ορθολογικότητας.

## 5.2 Περιορισμένη Ορθολογικότητα

Η έννοια της περιορισμένης ορθολογικότητας συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τη συνεισφορά του Herbert Simon (1982). Σε αυτόν οφείλεται ότι η έννοια της περιορισμένης ορθολογικότητας έχει γίνει ένα αναπόσπαστο τμήμα των οικονομικών. Η θεωρία της περιορισμένης ορθολογικότητας υπογραμμίζει την

αποκάλυψη της απόκλισης μεταξύ της τέλειας λογικής συμπεριφοράς, όπως τίθεται από την κλασσική Θεωρία των Οικονομικών και της πραγματικής ανθρώπινης συμπεριφοράς στην οικονομική πραγματικότητα, όπως μπορεί να παρατηρηθεί από τον καθένα. Μια τέτοια απόκλιση δεν υπονοεί ότι οι άνθρωποι ενεργούν παράλογα. Μάλλον γίνεται κατανοητό ότι τα άτομα δεν είναι ικανά να δώσουν τις τέλειες προβλέψεις ούτε η γνώση τους επιτρέπει να φθάσουν στο βέλτιστο αποτέλεσμα, όπως αυτό τίθεται από την κλασσική Θεωρία των Οικονομικών.

Ο Simon έχει αναλύσει τις διαφορές μεταξύ των μη ρεαλιστικών υποθέσεων της κλασσικής θεωρίας και των ιδεών από την μεριά της γνωστικής ψυχολογίας. Η γνωστική ψυχολογία εξηγεί ότι οι άνθρωποι παίρνουν αποφάσεις σε μια κατάσταση περιορισμένης γνώσης και ικανότητας για να κάνουν προβλέψεις. Το πρότυπο του Simon εξηγεί τις διαδικασίες κατά τρόπο συνεπή με τη γνωστική ψυχολογία, μέσω των οποίων οι διαφορετικές εναλλακτικές ενέργειες κάτω από την αβεβαιότητα διατυπώνονται, συγκρίνονται και αξιολογούνται. Σύμφωνα με τις αρχές της περιορισμένης ορθολογικότητας οι ανθρώπινες ικανότητες της γνώσης και της ερμηνείας είναι περιορισμένες. Κατά συνέπεια τα άτομα δεν είναι σε θέση να αποφασίζουν τις καλύτερες δυνατές επιλογές, αφού (τουλάχιστον στις περισσότερες περιπτώσεις) είναι πολύ σύνθετες.

Αυτές οι ιδέες κατά τη διάρκεια της ανάπτυξής τους είχαν το δύσκολο έργο να κερδίσουν την αναγνώριση. Τότε, τα επίσημα πρότυπα βελτιστοποίησης ήταν ευρέως προηγμένα και αποδεκτά ως αποτελεσματικά, εντούτοις είχαν σύνθετη μεθοδολογία για την λήψη αποφάσεων. Αυτό που παραμελήθηκε στα πρότυπα βελτιστοποίησης είναι το γεγονός ότι χρειάζεται χρόνος και υψηλές ικανότητες αντίληψης και ερμηνείας για να ληφθούν οι βέλτιστες αποφάσεις. Επιπλέον τέτοια πρότυπα βελτιστοποίησης, με απεριόριστες ικανότητες αντίληψης και επεξεργασίας πληροφοριών, δεν είναι αναλυτικά σύμφωνα με την παραδοσιακή Θεωρία των Οικονομικών. Οι δραστηριότητες της συλλογής και της επεξεργασίας πληροφοριών υποτίθενται ότι είναι δωρεάν και χωρίς τη δαπάνη του χρόνου. Αυτό, συνδυαζόμενο με τις απεριόριστες ικανότητες της αντίληψης και της επεξεργασίας πληροφοριών, είναι μια εμφανή παραβίαση της αρχής των ελάχιστων πόρων.

Ο Simon διατύπωσε τη θεωρία του επάνω στο γεγονός ότι ο ίδιος ο άνθρωπος είναι ο περιοριστικός παράγοντας μέσα στη διαδικασία απόφασης. Αναφέρεται ειδικά στο όριο του εσωτερικού περιβάλλοντος του ανθρώπου. Καταλαβαίνει, παραδείγματος χάριν, τον ανθρώπινο εγκέφαλο ως πόρο με μια περιορισμένη ικανότητα σε ένα παγκόσμιο σύνολο νέων πληροφοριών. Κατά συνέπεια οι άνθρωποι δεν είναι σε θέση να πάρουν τις βέλτιστες αποφάσεις αλλά πρέπει να λάβουν τις λογικές αποφάσεις για να επιτύχουν τους συγκεκριμένους στόχους με τις υπάρχουσες καταστάσεις και περιορισμούς. Τέτοιοι περιορισμοί μπορούν να είναι αντιληπτά, αντικειμενικά χαρακτηριστικά του περιβάλλοντος καθώς επίσης και χαρακτηριστικά του οργανισμού, που ο ίδιος βλέπει ως δεδομένους και μη μεταβλητούς.

Ο Simon καθορίζει την ορθολογικότητα της κλασικής Θεωρίας των Οικονομικών ως αντικειμενική και την ορθολογικότητα λόγω των ατομικών του ορίων ως υποκειμενική ή περιορισμένη ορθολογικότητα. Στην περίπτωση της αντικειμενικής ορθολογικότητας ο ιθύνων καλείται να διατυπώσει όλες τις πιθανές εναλλακτικές ενέργειες και τις συνέπειές τους. Υποστηρίζει, εντούτοις, ότι είναι αδύνατο για ένα μεμονωμένο άτομο να επιτύχει ένα ικανοποιητικό επίπεδο αντικειμενικής ορθολογικότητας. Αυτό είναι επειδή η ικανότητα του ατόμου να διατυπώσει τις εναλλακτικές ενέργειες είναι περιορισμένη και οι συνέπειες δεν είναι επ' αυτού πλήρως προβλέψιμες. Οι μελλοντικές συνέπειες δεν μπορούν να διατυπωθούν ακριβώς, αλλά μόνο να υπολογιστούν. Επιπλέον, ένα άτομο μπορεί μόνο να διατυπώσει και να συγκρίνει μερικές εναλλακτικές ενέργειες, ο ανθρώπινος εγκέφαλος δεν θα είναι ποτέ σε θέση να εξετάσει όλες τις σχετικές πτυχές για κάθε απόφαση. Συνοψίζοντας, σύμφωνα με την έννοια περιορισμένης ορθολογικότητας, επαρκεί να ληφθεί μια απόφαση με την περιορισμένη διαθέσιμη πληροφορία και με τις ικανότητες επεξεργασίας και διερμηνείας του ανθρώπινου εγκεφάλου, να επιτύχει ένα ικανοποιητικό επίπεδο φιλοδοξίας. Εάν δεν εκπληρώνει καμία εναλλακτική ενέργεια ένα ικανοποιητικό επίπεδο φιλοδοξίας, μια άλλη εναλλακτική δράση επιδιώκεται έως ότου βρισκεται κάποια που ικανοποιεί το επίπεδο φιλοδοξίας που καθορίζεται. Το άτομο επομένως δεν χρειάζεται να έχει είτε όλες τις πληροφορίες στην αρχή είτε να ξέρει όλες τις πιθανές εναλλακτικές ενέργειες για να λάβει μια λογική απόφαση.

### 5.3 Διαδικαστική Ορθολογικότητα

Αφότου βρήκαν οι ψυχολογικές μελέτες πώς οι άνθρωποι λαμβάνουν τις αποφάσεις, έγινε εμφανές ότι περνούν τον περισσότερο χρόνο στη διατύπωση των εναλλακτικών λύσεων και στην αξιολόγηση των επακόλουθων συνεπειών. Η πραγματική πράξη δεν παίρνει πολύ χρόνο, μόλις διατυπωθούν και επιλεγτούν οι εναλλακτικές λύσεις. Ο πυρήνας της ανάλυσης επομένως μετατοπίζεται από το «ποιες» στο «πώς» λαμβάνονται οι αποφάσεις. Ο John Dewey (1997) έχει παράσχει τις πολύτιμες ιδέες στην εργασία του στο πώς πραγματοποιείται αυτή η διαδικασία. Η αφετηρία για τη διαδικασία λήψης απόφασης είναι η ύπαρξη μιας σύνθετης κατάστασης. Μια φάση αυτό-αμφισβήτησης ακολουθεί, ενώ οι προσπάθειες γίνονται προκειμένου να διατυπωθεί ένα σχέδιο δράσης. Η αποτελεσματικότητα του σχεδίου συγκρίνεται και αξιολογείται στην εμπειρία και τα γεγονότα που έχουν παρατηρηθεί από τον ίδιο. Εάν εξελίσσονται πρόσθετες δυσκολίες, τότε νέες πιθανές λύσεις βάσει των νέων στοιχείων αναπτύσσονται. Αυτή η διαδικασία συνεχίζεται έως ότου αναπτύσσεται ένα ικανοποιητικό σχέδιο δράσης. Η διαδικαστική ορθολογικότητα είναι βασισμένη σε αυτήν την διαδικασία λήψης απόφασης.

Για να γίνει κατανοητό εάν η ορθολογική συμπεριφορά υπάρχει από την άποψη της κλασικής Θεωρίας των Οικονομικών, αρκεί να αναφερθεί ότι τα άτομα μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα τους, σε σχέση με την προκαθορισμένη αντικειμενική κατάσταση. Η περιορισμένη ορθολογικότητα μένει σε μια στατική περιγραφή των περιορισμών της αντίληψης και της ερμηνείας των ατόμων έναντι των ίδιων και του περιβάλλοντος τους. Στον ορισμό της περιορισμένης ορθολογικότητας επαρκεί να γνωρίζει κάποιος τους στόχους του ατόμου και τα αντικειμενικά χαρακτηριστικά της κατάστασης. Εάν οι στόχοι του ατόμου είναι γνωστοί, τότε η ορθολογική συμπεριφορά είναι το αποτέλεσμα των δεδομένων αντικειμενικών χαρακτηριστικών του περιβάλλοντος του ατόμου και προκαθορίζεται πλήρως. Αυτές οι υποθέσεις οδηγούν σε μια οικονομική συμπεριφορά που είναι απολύτως ανεξάρτητη από την ψυχολογία. Στα πλαίσια της διαδικαστικής ορθολογικότητας, είναι ουσιαστικό να είναι γνωστό πώς τα άτομα επεξεργάζονται και αντιλαμβάνονται την πραγματικότητα καθώς επίσης και πώς χρησιμοποιούν

τις ικανότητες του εγκεφάλου τους να συναγάγουν τα σωστά συμπεράσματα από τη διαθέσιμη πληροφορία. Η διαδικαστική ορθολογικότητα, επομένως, δεν είναι μια στατική προσέγγιση, αλλά συνδυάζει τα περιοριστικά στοιχεία του ατόμου με μια δυναμική διαδικασία εκμάθησης που δεν περιορίζεται χρονικά. Από την άποψη της διαδικαστικής ορθολογικότητας, η ορθολογική συμπεριφορά αφορά μια λειτουργική επιλογή για να επιτευχθεί ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα. Η ορθολογικότητα σε μια τέτοια συμπεριφορά αφορά τη διαδικασία μιας τέτοιας επιλογής. Η προσέγγιση της διαδικαστικής ορθολογικότητας διακρίνεται από άλλες προσεγγίσεις, δεδομένου ότι μια χρονική διάσταση είναι ρητά ενσωματωμένη με τη διαδικασία λήψης απόφασης. Η αναζήτηση μιας λειτουργικής επιλογής, επομένως, κοστίζει πάντα χρονικά. Επιπλέον, η προσέγγιση της διαδικαστικής ορθολογικότητας είναι μια δυναμική διαδικασία, επειδή το άτομο υποτίθεται ότι είναι ικανό να μάθει από την εμπειρία και τις παρατηρήσεις του περιβάλλοντός του και να επαναπροσδιορίσει την επιλογή του μετά από μια νέα αξιολόγηση.

Η έννοια της διαδικαστικής ορθολογικότητας συσχετίζεται επίσης με την προαναφερθείσα προσέγγιση της Μπεϋζιανής ενημέρωσης. Στο θεώρημα του Bayes τα άτομα συλλέγουν πληροφορίες από διαφορετικές πηγές. Παραδείγματος χάριν, τα άτομα πρέπει να συνδυάσουν τις νέες πληροφορίες με τις ήδη υπάρχουσες, καθώς επίσης και με τα δικά τους δεδομένα ή τις πληροφορίες από το περιβάλλον τους. Τα λογικά άτομα ενσωματώνουν τις νέες πληροφορίες σύμφωνα με το θεώρημα του Bayes, δηλαδή οι πληροφορίες είναι ενσωματωμένες με τα υπάρχουσα συνολικά δεδομένα που τίθενται σε στάθμιση ανάλογα με την ακρίβειά τους. Όπως στην προσέγγιση της διαδικαστικής ορθολογικότητας, η ικανότητα του ατόμου να επεξεργαστεί τις πληροφορίες είναι επίσης περιορισμένη. Ως αποτέλεσμα αυτού, ένα άτομο θα εφαρμόσει κανόνες για το συνδυασμό των διαφορετικών πηγών πληροφορίας. Σε αυτήν την διαδικασία το άτομο χωρίς αμφιβολία θα κάνει λάθη. Υποτίθεται απλά ότι στο μέσο όρο αυτοί οι κανόνες είναι μια καλή προσέγγιση του θεωρήματος του Bayes, εφ' όσον δεν υπάρχει καμία συστηματική προκατάληψη στα λάθη που γίνονται. Εάν αυτές οι υποθέσεις εκπληρώνονται, τότε μια δράση σύμφωνα με το θεώρημα του Bayes είναι λογική. Φυσικά αυτές οι υποθέσεις σχετικά με τους κανόνες μπορούν να αμφισβητηθούν. Δεν είναι καθόλου σαφές γιατί αυτοί οι κανόνες πρέπει κατά

μέσον όρο να αποτελέσουν μια καλή προσέγγιση του θεωρήματος του Bayes. Το θεώρημα του Bayes υπονοεί μια μοναδική, πλήρη διαδικασία εκμάθησης και αποκλείει τις περαιτέρω διαδικασίες εκμάθησης. Είναι αμφισβητήσιμο εάν ένα άτομο ενεργεί παράλογα απλά επειδή, λόγω των περιορισμένων δεξιοτήτων εκμάθησης, είναι ανίκανος να κάνει συστηματικά λάθη και απαιτεί τις επαναλαμβανόμενες διαδικασίες εκμάθησης για να αποβάλλει τα λάθη του.

#### **5.4 Μια ενέργεια είναι πάντα λογική**

Μια πιο ισχυρή προσέγγιση στην έννοια της ορθολογικότητας τίθεται από τον οικονομολόγο Ludwig von Mises (1996). Είναι της άποψης ότι η ανθρώπινη δράση πρέπει πάντα να είναι λογική. Ως εκ τούτου η έννοια της «ορθολογικής δράσης» είναι ένας πλεονασμός και πρέπει να απορριφθεί. Το επιχείρημά του είναι ότι ο τελικός σκοπός της ενέργειας ενός ατόμου είναι πάντα να ικανοποιεί ορισμένες ανάγκες. Δεδομένου ότι κανένας δεν μπορεί να μεταφέρει τα μέτρα αξιολόγησής του σε άλλους ανθρώπους, είναι άχρηστο να κριθούν οι ενέργειες, οι στόχοι και η θέληση άλλων. Κανένας δεν μπορεί να κρίνει εάν μια εναλλακτική δράση θα είχε κάνει ένα άλλο πρόσωπο πιο ευτυχισμένο. Ο Von Mises υποστηρίζει ότι μια παράλογη δράση συσχετίζεται χαρακτηριστικά με την εγκατάλειψη των υλικών πλεονεκτημάτων σε σύγκριση με την εκπλήρωση των ιδεολογικών, μη φυσικών αξιών. Εντούτοις, η προσπάθεια για την εκπλήρωση των μη υλικών, ιδεολογικών αξιών δεν είναι ούτε λογικότερη ούτε πιο παράλογη από άλλες ανθρώπινες ανάγκες.

Σε σύγκριση με άλλα ζώα, ο άνθρωπος είναι σε θέση να ελέγξει τις επιθυμίες του. Μπορεί να ελέγξει και την σεξουαλική ορμή του και τη θέλησή του για να ζήσει. Αυτό είναι μια αρχή της ελεύθερης θέλησης του, δηλαδή μπορεί να θυσιάσει τη ζωή του υπό τους όρους που αξιολογεί ως ανυπόφορους. Ένα άτομο μπορεί να πεθάνει ως αποτέλεσμα μιας εξωτερικής αιτίας ή μπορεί να αυτοκτονήσει. Το να ζήσει είναι για τον άνθρωπο ένα θέμα επιλογής και είναι μια προσωπική, υποκειμενική αξιολόγηση. Σύμφωνα με τον von Mises το αντίθετο μιας λογικής επιλογής δεν είναι η παράλογη συμπεριφορά, αλλά μια αντίδραση στα ερεθίσματα εκ μέρους των οργάνων των αισθήσεων και των ενστίκτων που δεν μπορούν να ελεγχθούν από τον άνθρωπο. Οι συγκινήσεις όπως το γέλιο ή το κλάμα είναι ένα είδος ερεθισμάτων. Οι περισσότεροι

άνθρωποι πιθανώς θα συμφωνούσαν ότι δεν μπορούν να κλάψουν ή να γελάσουν υπό διαταγή. Αυτή η διορατικότητα είναι βασική στην κατανόηση για το ποιές ενέργειες είναι ελέγξιμες και ποιές όχι. Ο Robert Provine, καθηγητής της Ψυχολογίας και Νευρολογίας στο Πανεπιστήμιο του Maryland, είναι της άποψης ότι οι εξηγήσεις για τέτοιες ενέργειες μετά την πραγματοποίησή τους είναι απλά προσπάθειες να εξορθολογηστεί μια παράλογη, ασυναίσθητα καθοδηγημένη δράση του ενστίκτου, δηλαδή να δώσει μια επίφαση λογικής και ορθολογισμού. Τότε είναι επίσης διαισθητικά κατανοητό ότι μια δράση πρόκειται να θεωρηθεί παράλογη, εάν τα ερεθίσματα για την ώθηση της δεν μπορούν να ελεγχθούν.

### **5.5 Ορθολογικότητα στις Χρηματοπιστωτικές Αγορές**

Θέτοντας ότι οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές ενεργούν τουλάχιστον με έναν διαδικαστικό ορθολογικό τρόπο, οι προηγούμενες μετακινήσεις τιμών ιδιαίτερα στις αγορές μετοχών κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών πρέπει να επαναξιολογηθούν εξ ολοκλήρου (Shiller, 2000). Οι συμμετέχοντες αγοράς ενεργούν λογικά με τέτοιο τρόπο ώστε δεδομένου ότι οι ενέργειές τους προορίζονται να είναι υπέρ τους και λαμβάνονται με τη διαθέσιμη πληροφορία και στο συντονισμό με τις ενέργειες των άλλων συμμετεχόντων αγοράς. Οι ενέργειες λαμβάνονται για να επιτύχουν τους καθορισμένους στόχους τους. Υποθέστε για την ανάλυση της ορθολογικής συμπεριφοράς στις χρηματοπιστωτικές αγορές ότι οι επενδυτές έχουν υπό την κατοχή τους τιμές. Τουλάχιστον για τα μεγάλα κεφαλαιοποιημένα, ρευστά αποθέματα δεν φαίνεται πιθανό για έναν συμμετέχοντα της ενιαίας αγοράς να οδηγήσει και να ελέγξει την εμπορική τιμή κατά τη διάρκεια μιας μακράς χρονικής περιόδου.

Η τιμή, που είναι ακούσιο αποτέλεσμα του συνόλου όλων των προβλεπόμενων ενεργειών, είναι προφανώς αυτό που ενδιαφέρει πιο πολύ τους συμμετέχοντες της αγοράς. Επομένως αναγκάζονται να ρυθμίσουν τις θέσεις τους στο ακούσιο αποτέλεσμα. Αυτό μπορεί να συμβεί, παραδείγματος χάριν, εάν ρυθμίζουν το χαρτοφυλάκιό τους σχετικά με μια συγκριτική μέτρηση επιδόσεων ή εάν αποκρίνονται στα τελευταία νέα, όπως οι φήμες. Ως αποτέλεσμα της αξιολόγησης των θέσεών τους όσον αφορά τη νέα, ακούσια

τιμή, οι θέσεις πρέπει να αναθεωρηθούν και να ρυθμιστούν. Ο λόγος για τον οποίο αυτό δεν συμβαίνει ταυτόχρονα είναι οι ασυμμετρίες στην επεξεργασία πληροφοριών. Με αυτά τα είδη ασυμμετριών στην επεξεργασία πληροφοριών δεν σημαίνει ότι μερικοί συμμετέχοντες αγοράς ξέρουν περισσότερα από άλλους, αλλά ότι οι διαθέσιμες πληροφορίες επεξεργάζονται και ερμηνεύονται διαφορετικά. Όταν οι θέσεις προσαρμόζονται στο νέο, ακούσιο αποτέλεσμα τότε εμφανίζονται οι μεγαλύτερες ροές κεφαλαίου. Υπό αυτή την έννοια η συμπεριφορά του συμμετάσχοντα της ενιαίας αγοράς είναι λογική και «επηρεάζει κοινωνικά». Οι θέσεις έπειτα προσαρμόζονται στην ανάπτυξη της αγοράς, η οποία είναι μια έκφραση των ενεργειών μιας ανώνυμης, αλλά γενικά καθόλου παράλογης, μάζας ανθρώπων.

Γιατί προκύπτει ότι, λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις τιμών στις αγορές μετοχών κατά τη διάρκεια των τελευταίων δέκα ετών, οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν ενεργήσει παράλογα; Μια εξήγηση είναι ότι η παράλογη συμπεριφορά αναφέρεται πάντα όταν πέφτουν ή έχουν άνοδο οι τιμές σε ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Αυτές οι βραχυπρόθεσμες μετακινήσεις τιμών αποκαλύπτουν ότι οι συμμετέχοντες της αγοράς δεν έχουν καμία οικονομική εξήγηση για τέτοιες μετακινήσεις τιμών. Επομένως οι χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να δρουν παράλογα κατά τη διάρκεια εκείνου του χρόνου. Ο παραλογισμός των χρηματοπιστωτικών αγορών χρησιμεύει ως η μόνη πιθανή εξήγηση για το ότι συμβαίνει στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εάν μεγαλύτερες μετακινήσεις τιμών συμβούν κατά τη διάρκεια μιας μεγάλης περιόδου, κανένας δεν θα μιλήσει για παράλογη συμπεριφορά. Αυτό δημιουργεί την κρίσιμη σύνδεση με τις φήμες. Συχνά υποστηρίζεται ότι οι συμμετέχοντες της αγοράς ενεργούν παράλογα όταν εξελίσσονται οι φήμες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και όταν ξαφνικά παρατηρούνται ισχυρές μετακινήσεις τιμών σε ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Είναι αυτό λογικό να μην υπάρχει κάποια άλλη εξήγηση; Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι άνθρωποι δεν επιθυμούν ένα γεγονός ή μια μετακίνηση τιμών να συμβεί χωρίς να έχουν εξήγηση για το λόγο που συνέβη. Ένα άλυτο ζήτημα δεν μπορεί να αφηθεί άλυτο. Πρέπει πάντα να υπάρξει μια εξήγηση για αυτό που έχει συμβεί στο παρελθόν. Η παράλογη συμπεριφορά πρέπει τότε να καλύψει το κενό.



Μια άλλη δήλωση που ακούγεται συχνά είναι, όταν οι συμμετέχοντες της αγοράς δρουν παράλογα, υπονοείται ότι η χρηματοπιστωτική αγορά δεν είναι αποδοτική. Η ορθολογικότητα αναφέρεται πάντα στις ενέργειες των μεμονωμένων ατόμων, ενώ σε μια αποδοτική χρηματοπιστωτική αγορά η στιγμιαία και πλήρης εκτίμηση όλων των σχετικών πληροφοριών απεικονίζεται στην τιμή. Φυσικά, οι ενέργειες όλων των ατόμων οδηγούν στις μετακινήσεις τιμών σύμφωνα με τη ροή πληροφοριών. Εντούτοις, ενώ οι ορθολογικές ενέργειες αναφέρονται πάντα σε μεμονωμένο επίπεδο, η αποδοτικότητα μιας χρηματοπιστωτικής αγοράς μετριέται σχετικά με ένα συνολικό επίπεδο αγοράς.

Ένα παράδειγμα για το πώς η αγορά μπορεί να είναι αποδοτική με τους παράλογους συμμετέχοντες αγοράς: Η τελευταία εμπορική τιμή του αποθέματος Apple ήταν στις 10:42 AM στις 11 Φεβρουαρίου 2003, στα 50.00 USD [Δολάριο Αμερικής]. Η προσφορά ήταν σε 50.00 USD ως 50.05 USD. Υποθέστε ότι ένας συμμετέχοντας αγοράς ήθελε να πωλήσει τις μετοχές Apple σε 40.00 USD χωρίς να λάβει οποιοσδήποτε πληροφορίες (και χωρίς να έχει εμπιστευτικές πληροφορίες), τότε πιθανώς θα τον καλούσατε ένα αρκετά ηλίθιο συμμετέχοντα αγοράς. Πράγματι αυτό το είδος συμπεριφοράς θα ήταν «μη λογικό», δηλαδή από αυτή την άποψη παράλογο, ωστόσο όχι απολύτως αδύνατο. Τι θα συνέβαινε τώρα; Φυσικά, αμέσως μία συναλλαγή για το μερίδιο Apple θα πραγματοποιούταν σε 40.00 USD, αφού η αγορά το εκτιμάει σε 50.00 USD. Εάν η αγορά υποθέσει ότι δεν υπάρχει καμία πληροφορία στην ίδια τη συναλλαγή, τότε η τιμή του μεριδίου Apple αμέσως μετά θα ανέλθει σε 50.00 USD και πάλι. Η αγορά έχει συμπεριφερθεί εξαιρετικά αποτελεσματικά, αν και έχει υπάρξει ένας ενεργός παράλογος συμμετέχων στη χρηματοπιστωτική αγορά.

Η αγορά δεν θα ήταν ανεπαρκής εάν αρκετοί συμμετέχοντες επρόκειτο να ενεργήσουν παράλογα, όπως, παραδείγματος χάριν, κατά τη διάρκεια της μεγάλης φούσκας της οικονομίας μεταξύ 1998 και 2009, έτσι ώστε μια τέτοια φούσκα να μπορεί να εξελιχθεί κατά κύριο λόγο; Όχι απαραίτητως. Ακόμα και όταν αγοράζεται ένα μερίδιο σε μια υψηλή τιμή, αυτή η δράση μπορεί να αντιμετωπισθεί ως λογική, εφ' όσον συνεχίζει να αυξάνεται η τιμή του μεριδίου περαιτέρω και βρίσκεται ένας άλλος συμμετέχων που ξαναγοράζει το μερίδιο. Με αυτό τον τρόπο δεν είναι δύσκολο να δεις ότι μια φούσκα στις

χρηματοπιστωτικές αγορές μπορεί να εξελιχθεί χωρίς τους συμμετέχοντες να ενεργούν παράλογα. Οι συμμετέχοντες πιθανώς γνωρίζουν πλήρως ότι η δυνατότητα για κέρδος καθώς επίσης και η δυνατότητα για απώλεια κατά τη διάρκεια μιας φούσκας είναι αρκετά υψηλή. Εντούτοις, αυτό δεν λέει τίποτα σχετικά με την ορθολογικότητα μιας δράσης. Το να λαμβάνεται μια δράση με υψηλό κίνδυνο δεν είναι απαραίτητως παράλογο.

Ένα άλλο ενδιαφέρον φαινόμενο που η κλασική Θεωρία των Οικονομικών παραδοσιακά έχει μεγάλη δυσκολία στην εξήγηση είναι ο υψηλός εμπορικός όγκος στις αγορές μετοχών. Ο υπερβολικός εμπορικός όγκος σε ένα σημαντικό βαθμό εξηγείται μόνο με την έννοια της διαδικαστικής ορθολογικότητας. Είναι επίσης κατανοητό γιατί μετά από τις ειδήσεις με ένα υψηλό περιεχόμενο πληροφοριών (όπως οι ετήσιες αποδοχές των εταιριών ή των αποφάσεων επιτοκίου των Κεντρικών Τραπεζών), παρατηρούνται υψηλοί εμπορικοί όγκοι. Προφανώς υπάρχει μια διαδικασία που οι συμμετέχοντες της αγοράς ακολουθούν για να ερμηνεύσουν τις λαμβανόμενες πληροφορίες και να τις εκτιμήσουν αναλόγως.

### **5.6 Εμπειρικές μελέτες των φημών στο χρηματιστήριο**

Σε μια πρώτη μελέτη, ο Rose (1951) ανέλυσε τη βραχυπρόθεσμη επιρροή των φημών στους δείκτες μετοχής σε ένα δείγμα σε μετοχών της ΗΠΑ κατά τη διάρκεια μιας περιόδου από το 1937 ως το 1938 και από το 1948 ως το 1949. Προκειμένου να μετρηθεί η επίδραση των φημών στους δείκτες μετοχής, υπολογίζει έναν αποκαλούμενο «κολλώδη παράγοντα». Βρίσκει υποστήριξη για αυτή την υπόθεση στο ότι εάν μια φήμη «επηρεάζει το χρηματιστήριο κατά τη διάρκεια αρκετών ημερών, θα το κάνει δημιουργώντας μια όμοιο-κατευθυνόμενη τάση στους δείκτες της μετοχής κατά τη διάρκεια αυτών των ημερών». Με το «όμοιο-κατευθυνόμενο» ο Rose εννοεί ότι η τιμή θα κινηθεί σε μια ενιαία κατεύθυνση (πάνω ή κάτω) κατά τη διάρκεια κάποιου σύντομου χρονικού διαστήματος. Ο Pound και ο Zeckhauser (1990) ερευνούν τα αποτελέσματα των φημών εξαγοράς στους δείκτες μετοχής. Χρησιμοποιούν ένα δείγμα των φημών που δημοσιεύονται στο *Wall Street Journal* στη στήλη «Heard on the Street» (HOTS). Στο δείγμα τους είναι φήμες εξαγοράς από

κάθε έκδοση σε καθημερινή βάση από την 1η Ιανουαρίου 1983 έως τις 31 Δεκεμβρίου 1985.

Τα κύρια συμπεράσματά τους είναι τα ακόλουθα:

- Η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στις δημοσιευμένες φήμες εξαγοράς, αξιολογώντας σωστά τη μέση πιθανότητα ότι η φήμη θα ακολουθηθεί τελικά από μια δημόσια προσφορά εξαγοράς. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει κανένα υπερβολικό κέρδος να γίνει στο μέσο όρο είτε από την αγορά είτε από το «σορτάρισμα» των μετοχών των εταιριών που αποτελούν το αντικείμενο φημών που κυκλοφορούν ευρέως. Μερικοί συμμετέχοντες της αγοράς που είναι πολύ στενά συνδεδεμένοι με την αγορά μπορούν να ωφεληθούν από τις φήμες δεδομένου ότι αρχίζουν να τις διασκορπίζουν.
- Στην περίοδο πριν από τη δημοσίευση των φημών στον Τύπο, υπάρχει χαρακτηριστικά μια σημαντική προπαρασκευαστική περίοδος τιμών για τους στόχους εξαγοράς, ενώ καμία αντίδραση στη φήμη κατά την ημερομηνία της δημοσίευσής της δεν μπόρεσε να βρεθεί.
- Οι φήμες σπάνια προβλέπουν τις επικείμενες προσφορές εξαγοράς. Σε λιγότερο από τα μισά δείγματα τους, οι φήμες πρόβλεψαν σωστά μια εξαγορά εντός του έτους και μόλις δύο από τα 42 μέσα σε 50 ημέρες από τη δημοσίευση.

Αυτά τα αποτελέσματα υποστηρίζονται από δύο πρόσφατες, αν και λιγότερο επιστημονικές, μελέτες που πραγματοποιήθηκαν από το fool.com και το SmartMoney. Η μελέτη του fool.com διεξήχθη το φθινόπωρο 1998 και ανέλυσε στην εβδομαδιαία στήλη «Inside Wall Street» του Gene Marcial στο *Business Week*. Για τα δύο έτη 1996 και 1997 βρέθηκαν φτωχά αποτελέσματα για τις φημολογούμενες εξαγορές που δημοσιεύονται στη στήλη του *Business Week*. Λιγότερο από τις μισές φήμες εξαγοράς, τουλάχιστον μέσα στα επόμενα δύο έτη, πραγματοποιήθηκαν πραγματικά και μερικές φορές όχι από τις επιχειρήσεις που θεωρήθηκαν ότι είναι ο αγοραστής. Ο Kimmel (2003) επίσης απαριθμεί διάφορες φημολογούμενες εξαγορές που δεν συνέβησαν ποτέ, παρμένες από μια μελέτη από το SmartMoney το 1999. Δηλώνει ότι «στις περισσότερες περιπτώσεις, η κερδοσκοπία που παράγεται από αυτές τις αβάσιμες ιστορίες δεν

αναπτύσσεται ποτέ με συγκεκριμένο τρόπο, το οποίο δεν σημαίνει ότι δεν προκαλούν καμία αντίδραση στην αγορά». Δεν καταλήγει σε οποιαδήποτε σαφή συμπεράσματα, αλλά παρατηρεί ότι οι επενδυτές ίσως στηριχθούν περισσότερο στις φήμες εξαγοράς παρά στην ακολουθία των σχεδίων για έναν στόχο εξαγοράς.

Οι Zivney et al. (1996) υιοθετούν μια μέθοδο παρόμοια με αυτήν του Round και του Zeckhauser, αλλά εξετάζουν και το HOTS και τη στήλη «Abreast of the Market» (AOTM). Υποστηρίζουν ότι οι φήμες εμφανίζονται αρχικά στο AOTM και έπειτα από ημέρες ή από εβδομάδες επαναλαμβάνονται στη στήλη του HOTS. Επιπλέον, υποστηρίζουν ότι η περίοδος εκμετάλλευσης που προτείνεται από τους Round και Zeckhauser πρέπει να επανεξεταστεί λόγω των υπερβολικών παρατηρήσεων από άλλες νέες πληροφορίες. Υπάρχουν αρκετά στοιχεία υπερβολικής αντίδρασης σε άλλες νέες πληροφορίες. Οι Zivney et al. καλύπτουν την περίοδο από το 1985 έως το 1988, όταν οι φήμες εξαγοράς ήταν ιδιαίτερα πολυάριθμες το 1988. Συνολικά οι συγγραφείς συνέλεξαν 871 φήμες για να εξεταστούν. Πρέπει να αναφερθεί ότι η στήλη HOTS έχει εφαρμοστεί και σε άλλες μελέτες όχι σχετικές με τις φήμες αλλά με αθέμιτη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών καθώς και τις συστάσεις τίτλων αξιών των αναλυτών. Τα αποτελέσματά τους είναι παρόμοια με εκείνα του Round και Zeckhauser υπό την έννοια ότι η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στη δημοσίευση φήμης. Εντούτοις, για τις φήμες στην AOTM βρίσκουν μια σαφώς υπερβολική αντίδραση στην αγορά η οποία δίνει αφορμή για κερδοφόρες ευκαιρίες επένδυσης. Η υπερβολική αντίδραση εμμένει παρά τη ρύθμιση για το σταθερό μέγεθος των στόχων, το ποσοστό της θεσμικής ιδιοκτησίας και τον κίνδυνο αγοράς. Όπως οι Round και Zeckhauser, παρατηρούν επίσης μια σημαντική προπαρασκευαστική περίοδο τιμών κατά τη διάρκεια της περιόδου 20 ημερών πριν από τη δημοσίευση της φήμης. Βασικά η ίδια μελέτη πραγματοποιήθηκε από τον Kıymaz (2001) για την τουρκική αγορά στην ανταλλαγή μετοχών της Κωνσταντινούπολης. Τα αποτελέσματα της μελέτης του συμφωνούν με τις άλλες αναφερθείσες μελέτες. Ανακαλύπτει μια θετική, σημαντική ανώμαλη επιστροφή σε κάθε μια από τις τέσσερις ημέρες πριν από την ημερομηνία δημοσίευσης, αλλά ασήμαντες αρνητικές ανώμαλες επιστροφές στην περίοδο μετά την δημοσίευση.

Μια πρόσφατη εμπειρική μελέτη έχει διεξαχθεί από τον Gorodinsky (2003) για το γερμανικό χρηματιστήριο. Χρησιμοποιεί μια βάση δεδομένων από το VWD-Newswire, το οποίο παραδίδει τις πληροφορίες στις σημαντικές φήμες. Οι φήμες επιλέγονται με έναν τυποποιημένο τρόπο από τους συντάκτες. Στο έτος 2002, 136 φήμες DAX-100 μετοχών διαδόθηκαν από το VWD-Newswire. Το 2002 το DAX έπεσε συνολικά κατά 40%. Επομένως, η πλειοψηφία των φημών ενδιαφέρεται για τα γεγονότα που προτείνουν μια περαιτέρω μείωση των τιμών. Ο συγγραφέας διαπιστώνει ότι κατά μέσον όρο, οι καθημερινές υπερβολικές επιστροφές εκείνων των μετοχών που εκτίθενται σε μια φήμη είναι 2.8% με μια σταθερή απόκλιση 6.4%. Εντούτοις, το αποτέλεσμα επηρεάζεται έντονα από μία ακραία τιμή. Χωρίς την ακραία τιμή, οι αριθμοί θα ήταν 2.3% και 3.5% αντίστοιχα. Σε 18 από τις 136 φήμες που αναλύθηκαν, η καθημερινή επιστροφή κινήθηκε στην αντίθετη κατεύθυνση από τη προορισμένη φήμη. Αυτό θα έδειχνε ότι άλλες ειδήσεις εκτός από τη φήμη ήταν αρμόδιες για την ανάπτυξη τιμών εκείνης της ημέρας. Σε εκείνη την περίπτωση, τα αναλυθέντα αποτελέσματα πρέπει να αντιμετωπιστούν με μεγάλη προσοχή ή ακόμα και να αμφισβητηθούν. Αν και, όπως σημείωσε ο συγγραφέας, στις περισσότερες από τις 18 περιπτώσεις οι περιστάσεις ήταν σύνθετες ή οι εταιρίες δημοσίευσαν αμέσως τις διαψεύσεις τους για να κινήσουν ανοδικά τον δείκτη της μετοχής.

Όπως με άλλες εμπειρικές μελέτες (Anderson 2003, Trojani & Vanini 2004), η προαναφερθείσα εμφανίζει μερικά μειονεκτήματα που δεν πρέπει να αγνοούνται. Το πρώτο μειονέκτημα είναι η διαδικασία επιλογής της φήμης. Οι συντάκτες VWD-Newswire παρατηρούν μια σημαντική μετακίνηση τιμών και ερευνούν στην αγορά για την αιτία του. Εάν μια φήμη αναφέρεται, τότε ελέγχουν την εξήγηση με άλλους συμμετέχοντες της αγοράς. Εάν άλλοι συμμετέχοντες επίσης έχουν ακούσει τη φήμη, τότε δημοσιεύεται. Μια συνέπεια αυτής της διαδικασίας επιλογής είναι ότι μόνο οι φήμες που πραγματικά έχουν επηρεάσει την τιμή σημαντικά δημοσιεύονται. Όλες οι φήμες που δεν επηρεάζουν το δείκτη μετοχής δεν συμπεριλαμβάνονται στη βάση δεδομένων. Επομένως δεν είναι παράλογο ότι ο συγγραφέας βρίσκει τις καθημερινές υπερβολικές επιστροφές των μετοχών που εκτίθενται στις φήμες. Ο συγγραφέας δηλώνει ότι πολλές εμπειρικές μελέτες δεν είναι ικανές να κάνουν διακρίσεις μεταξύ των ψεύτικων εκθέσεων και των αληθινών

γεγονότων, ενώ όλες οι φήμες που αναλύονται από τη βάση δεδομένων VWD-Newswire αντιπροσωπεύουν τις πραγματικές ψεύτικες εκθέσεις. Μια έρευνα στη VWD αποκάλυψε ότι για προφανείς λόγους δεν είναι ικανοί να ξέρουν ποιες φήμες αποδεικνύονται αληθινές. Πολλές από τις φήμες που δημοσιεύθηκαν στην πραγματικότητα αποδείχθηκαν αληθινές. Εάν ο συγγραφέας έχει αναλύσει μόνο τις ψεύτικες φήμες από τη βάση δεδομένων VWD-Newswire, τότε υπάρχει μια άλλη ισχυρή προκατάληψη που περιλαμβάνεται στην επιλογή των φημών.

Το συμπέρασμα είναι ότι, όπως με όλες τις εμπειρικές μελέτες, υπάρχουν σημαντικά μειονεκτήματα στην ανάλυση.

### 5.7 Πρότυπα των φημών

Εξ' αιτίας της πολυπλοκότητας της φύσης των φημών, είναι δύσκολο έργο να διαμορφωθούν τα πρότυπα φημών συνολικά. Κατά συνέπεια, οι ερευνητές έχουν εστιάσει σε μερικές πτυχές των φημών. Ουσιαστικά δύο διαφορετικές πτυχές έχουν διαφοροποιηθεί, η διαδικασία μετάδοσης και η ένταση της φήμης. Τα περισσότερα πρότυπα που αναπτύσσονται μέχρι τώρα έχουν εστιάσει στη διαδικασία μετάδοσης και τις συνέπειες επ' αυτού. Ένα δεύτερο σύνολο προτύπων έχει βάλει τις φήμες σε μια μικροδομή αγοράς που θέτει και έχει αναλύσει τις συνέπειες της στρατηγικής συμπεριφοράς επ' αυτού. Η πρώτη προσπάθεια να διαμορφωθούν οι φήμες προέρχεται από τους Allport και Postman (1946), όπως αναφέρθηκε προηγουμένως.

Η θεωρία φήμης του Bruckner (1965) εστιάζει στους μηχανισμούς μετάδοσης όταν εξελίσσονται οι φήμες. Αντιμετωπίζει το θέμα για το εάν και το πώς οι φήμες γίνονται λιγότερο ή περισσότερο ακριβείς καθώς εξελίσσονται. Ερευνώντας διάφορους κοινούς όρους για την ακρίβεια μιας φήμης, τα σχέδια αναφέρονται στον αριθμό αλληλεπιδράσεων όταν οι φήμες διαδίδονται:

1. **Μια σειρά αλυσίδας**, η φήμη κινείται από ένα άτομο προς τον άλλο κατά σειριακό τρόπο σε μία σειρά των ενιαίων αλληλεπιδράσεων.
2. **Ένα πολλαπλό δίκτυο**, πολλοί άνθρωποι ακούνε τη φήμη από περισσότερες από μια πηγές.

Το κρίσιμο σύνολο αναφέρεται στην κριτική δυνατότητα ενός ατόμου που κρίνει, αξιολογεί και μεταφέρει την ισχύ μιας φήμης. Το ελάχιστο κρίσιμο

σύνολο δεν διακρίνει μεταξύ μιας αληθινής ή ψεύτικης φήμης. Το άτομο στερείται την κριτική δυνατότητα να αξιολογήσει την ισχύ των φημών και τους μεταφέρει παρόλα αυτά. Όταν μεταξύ των ατόμων οι πολλαπλάσιες αλληλεπιδράσεις πραγματοποιούνται σε ένα σύνολο μετάδοσης, αυτό πρέπει να υπερνικήσει την ελαττωματική μνήμη των ατόμων και η φήμη θα φτάσει αμετάβλητη.

Πρότυπο	Κρίσιμο Σύνολο	Ελάχιστο κρίσιμο Σύνολο	Σύνολο Μετάδοσης
<b>Σειριακή αλυσίδα</b>	Ελαφριά μείωση στην ακρίβεια μέσω ατελούς μνήμης. Ο δείκτης Αλήθειας/Ψεύδους παραμένει σε υψηλά επίπεδα.	Μικρή μείωση στην αλλοίωση. Ο δείκτης Αλήθειας/Ψεύδους πέφτει σε κάθε αλληλεπίδραση.	Ταχεία μείωση σε πληροφορίες. Ισοπεδωτική, ακόνισμα, αφομοίωση
<b>Αλληλεπίδραση πολλαπλών δικτύων</b>	Αύξηση της ακρίβειας καθώς η φήμη κινείται μέσω του δικτύου. Ο δείκτης Αλήθειας/Ψεύδους αυξάνεται ραγδαία.	Μεγάλη αύξηση των στρεβλώσεων όσο η ακρίβεια της φήμη βγαίνει ψευδείς. Ο δείκτης Αλήθειας/Ψεύδους πέφτει ραγδαία.	(Υποθετική) Πολύ αργά μείωση σε πληροφορίες. Η Φήμη παραμένει άθικτη

\* Ο δείκτης Αλήθειας/Ψεύδους προκύπτει από τη διαίρεση του αριθμού των πραγματικών στοιχείων με τον αριθμό των ψευδών στοιχείων στο μήνυμα.

Πηγή: Bruckner, H.T. (1965): "A theory of rumor transmission"

### Σχήμα 5.1 Πρότυπα των φημών & αναμενόμενες επιπτώσεις μετάδοσης τους

Ο Bruckner στη συνέχεια αναλύει τη συμμετοχή και τη δομή της ομάδας και τα αναμενόμενα αποτελέσματά τους στη μετάδοση της φήμης. Διαφοροποιεί, μεταξύ στενής και διάχυτης δομής της ομάδας καθώς επίσης και μεταξύ υψηλής και χαμηλής συμμετοχής της σχετικής ομάδας. Δηλώνει ως συμπέρασμα ότι «οι δύο μεταβλητές... φαίνονται να διαμορφώνουν μια φυσική ταξινόμηση στα αποτελέσματά τους, στη συχνότητα της μετάδοσης και της επανάληψης φήμης. Αυτή η ταξινόμηση θα μπορούσε επίσης να θεωρηθεί ως ταξινόμηση του κινήτρου και της ευκαιρίας».

Συμμετοχή	Δομή Ομάδας	Αφηγήσεις	Επανάληψεις	Πρότυπο
Υψηλή	Στενή	Πολλές	Πολλές	Έντονο δίκτυο
Υψηλή	Διάχυτη	Πολλές	Σποραδικές	Μεγάλες αλυσίδες, μερικά μικρά δίκτυα
Χαμηλή	Στενή	Λίγες	Σχεδόν καμία	Μερικές μικρές αλυσίδες και δίκτυα
Χαμηλή	Διάχυτη	Σχεδόν καμία	Καμία	Μικρές αλυσίδες

Πηγή: Bruckner, H.T. (1965): "A theory of rumor transmission"

### Σχήμα 5.2 Ταξινόμηση των φημών & αναμενόμενες επιπτώσεις μετάδοσης

ΤΟΥΣ

Μετά από την πρώτη μελέτη των Allport και Postman δεν συνέβη κάτι σημαντικό στο τομέα της επίσημης διαμόρφωσης προτύπων φήμης, μέχρι που ο Banerjee (1993) αναβίωσε την ιδέα των διαδικασιών μετάδοσης των πληροφοριών. Τα διαφοροποιητικά χαρακτηριστικά των διαδικασιών που διαμορφώνει είναι ότι η μετάδοση πληροφοριών πραγματοποιείται κατά τέτοιο τρόπο ώστε ο παραλήπτης δεν ξέρει αρκετά για να πιστέψει τις πληροφορίες. Επιπλέον, η πιθανότητα ότι κάποιος θα λάβει τις πληροφορίες εξαρτάται από το πόσοι άνθρωποι τις έχουν ήδη ακούσει. Συγκεκριμένα, μελετά ένα παράδειγμα στο οποίο υπάρχει ένα πρόγραμμα επένδυσης του οποίου οι επιστροφές είναι γνωστές μόνο σε μερικούς ανθρώπους. Το πρόγραμμα είναι δαπανηρό και το ποσό του κόστους είναι οι προσωπικές πληροφορίες. Αυτό που οι άλλοι επενδυτές παρατηρούν είναι μόνο εάν οι άλλοι πράκτορες έχουν επενδύσει στο πρόγραμμα ή όχι. Δεν ξέρουν εάν οι άλλοι ήξεραν τις πιθανές επιστροφές ή εάν ενεργούσαν μόνο με τις παρατηρήσεις άλλων. Τα άτομα χρησιμοποιούν μια Μπεϋζιανή προσέγγιση ενημέρωσης για να λάβουν μια πιθανολογική διαδικασία περιγράφοντας πώς η φήμη αναπτύσσεται με την πάροδο του χρόνου.

Ο Banerjee παρέχει μια συγκριτική ανάλυση στατικής του προτύπου του. Η δυναμική του προτύπου του προσεγγίζεται μέσω ενός συστήματος των διαφορικών εξισώσεων που χρησιμοποιούνται για τα επιδημικά πρότυπα που είναι γνωστά από την επιδημιολογική βιβλιογραφία. Κατόπιν η συγκριτική στατική του προτύπου λαμβάνεται από μια ανάλυση του προσεγγισμένου αιτιοκρατικού συστήματος. Εκεί αν αλλάξεις την ταχύτητα της φήμης δεν έχει οποιαδήποτε αποτελέσματα ευημερίας, ενώ αυξάνοντας το ποσό πληροφοριών στο σύστημα καθώς επίσης και το δόσιμο της υψηλότερης παραγωγικότητας έχει τα διαφορούμενα αποτελέσματα στη γενική ευημερία.

Ο Kosfeld (2005) απλοποιεί τη διαδικασία και διαμορφώνει τη μετάδοση της φήμης ως καθαρά μηχανική πράξη. Το πρότυπό του συνδυάζει την τυποποιημένη μικροοικονομική θεωρία και τη θεωρία συστημάτων σωματιδίων προκειμένου να αναλυθεί η διάδοση μιας φήμης μέσω της προφορικής επικοινωνίας και τον αντίκτυπο της φήμης επί ζήτησης και τις τιμές των αγαθών σε μια ανταγωνιστική αγορά. Με τη διαμόρφωση της φήμης ως καθαρά μηχανικής πράξης, ο Kosfeld είναι σε θέση να αναλύσει την



πιθανολογική διαδικασία άμεσα και δεν είναι απαραίτητο να προσεγγίσει τη διαδικασία για να επιτύχει τα αποτελέσματα για την εξέλιξη της φήμης. Η δεύτερη διάκριση στο πρότυπό του αναφέρεται στην επικοινωνία της φήμης. Υποστηρίζει ότι για τη δυναμική φήμη είναι λογικό να υποτεθεί ότι η επικοινωνία της φήμης είναι περιορισμένη μόνο στις τοπικές γειτονίες. Ο Banerjee σε σύγκριση επιτρέπει τους πράκτορες να συναντηθούν και να επικοινωνήσουν με όλους τους άλλους πράκτορες. Ενώ άλλα πρότυπα της προφορικής επικοινωνίας εστιάζουν περισσότερο στο θέμα των κοινωνικών μέτρων εκμάθησης και αποδοτικότητας, ο Kosfeld επικεντρώνεται στα αποτελέσματα των εκβάσεων και των τιμών της αγοράς των ακινήτων. Μια από τις κύριες ιδέες του είναι ότι οι πράκτορες που μολύνονται από τη φήμη είναι επίσης αυτοί που διαδίδουν τη φήμη στους τοπικούς γείτονές τους. Διαμορφώνει τη δυναμική φήμη ως αλληλεπιδρόμενο σύστημα σωματιδίων. Μια από τις υποθέσεις που γίνονται είναι ότι κάθε γείτονας που επικοινωνεί τη φήμη αυξάνει την πιθανότητα ενός πράκτορα να μολυνθεί από τη φήμη και κατά συνέπεια αρχίζει να μεταφέρει τη φήμη ο ίδιος. Το αποτέλεσμα είναι ένα παρόμοιο δυναμικό φήμης με μια διαδικασία μόλυνσης.

Με αυτήν την προσέγγιση ο Kosfeld είναι σε θέση να παρέχει μία αναλυτική βάση για τα εμπειρικά συμπεράσματα στις προπαρασκευαστικές περιόδους τιμών αφού εμφανιστεί η φήμη στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Δεδομένου ότι στο πρότυπό του η φήμη περιέχει θετικές πληροφορίες για την πιθανότητα μία από τις δύο καταστάσεις, προτρέπει εκείνους τους πράκτορες που επηρεάζονται από τη φήμη να μετατοπίσουν μέρος της απαίτησής τους στους αντίστοιχου τίτλους αξιών. Επιπλέον, στο πρότυπό του δεν υπάρχει κανένα πεπερασμένο ανώτερο όριο για τη σχετική τιμή για τους προπαρασκευαστικούς τίτλους αξιών σχετικά θετικά με τη φήμη, εάν η επικοινωνία και οι αντιδράσεις σε αυτήν είναι ακραίες.

Οι φυσικοί επίσης έχουν προσελκυστεί με τις διαδικασίες της μετάδοσης πληροφοριών. Οι Eguiluz και Zimmermann (2000) προτείνουν ένα πρότυπο για τον πιθανολογικό σχηματισμό συστάδων άποψης. Αυτό γίνεται με τη διαμόρφωση ενός εξελισσόμενου δικτύου και περιλαμβάνουν τη συμπεριφορά αγέλης για να δικαιολογήσουν την εμπειρικά παρατηρηθείσα «fat-tail distribution» των επιστροφών περιουσιακών στοιχείων (RoA). Η μόνη παράμετρος που χρησιμοποιούν στο πρότυπό τους είναι το ποσοστό

διασποράς πληροφοριών ανά εμπόριο ως μέτρο της συμπεριφοράς αγέλης. Διαπιστώνουν ότι όταν η παράμετρος είναι κάτω από μια κρίσιμη αξία, το σύστημα επιδεικνύει ένα δυναμικό νόμο διανομής των επιστροφών με μια εκθετική διακοπή. Εάν, εντούτοις, η παράμετρος είναι πάνω από την κρίσιμη αξία, τότε βρίσκουν μια αυξανόμενη πιθανότητα των μεγάλων αρνητικών και θετικών επιστροφών. Οι συγγραφείς σημειώνουν ότι αυτές μπορούν να συνδεθούν με τα περιστατικά των μεγάλων κραχ.

Σε ένα άλλο περιοδικό φυσικής, οι Liu, Luo και Shao (2001) εξετάζουν τη μετάδοση μιας φήμης ποσοτικά. Εισάγουν μια αλυσίδα περιστροφής για να περιγράψουν τη μετάδοση της φήμης κατά μήκος των διαφορετικών καναλιών από μαθηματική άποψη. Οι περιστροφές αντιπροσωπεύουν τις διαδικασίες. Το αποτέλεσμα της μετάδοσης μιας φήμης είναι το ποσό περιστροφής της αλυσίδας. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι το πρότυπό τους είναι ευνοϊκό για την κοινωνική πρόγνωση και μπορεί να καθορίσει ποσοτικά πώς ο ανταγωνισμός μεταξύ των διάφορων απόψεων μπορεί να έχει επιπτώσεις στη υπερβολική συμπεριφορά λόγω μιας φήμης.

Ενώ η μετάδοση πληροφοριών καλύπτει ένα σημαντικό χαρακτηριστικό μιας φήμης, δύο πρόσφατες μελέτες έχουν εστιάσει περισσότερο στη βέλτιστη στρατηγική συμπεριφοράς κατά λήψη ενός σήματος πριν από άλλους. Ο Brunnermeier (2003) αναλύει τα αποτελέσματα της διαρροής πληροφοριών στην αποδοτικότητα της αγοράς. Στο πρότυπό του, ένας έμπορος λαμβάνει ένα πρόωρο αλλά ανακριβές σήμα για μια προσεχή ανακοίνωση ειδήσεων, π.χ. υπό μορφή φήμης. Το καινούργιο στοιχείο του προσφέρει ο Brunnermeier είναι ότι ο δείκτης μετοχής απεικονίζει τις ανεξάρτητες μακροπρόθεσμες πληροφορίες που κατέχουν άλλοι έμποροι καθώς επίσης και το έγκαιρης ενημέρωσης βραχυπρόθεσμο σήμα των εμπόρων. Τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της ενημερωμένης στρατηγικής των πρακτόρων είναι αρχικά να εκμεταλλευτεί τις ιδιωτικές αλλά ανακριβείς πληροφορίες του δύο φορές, μια φορά πριν και δεύτερη μετά από τη δημόσια ανακοίνωση. Αφετέρου, ενισχύει μια μεγάλη θέση που σκοπεύει να ξετυλίξει μερικώς μετά από τη δημόσια ανακοίνωση, επειδή προβλέπει ότι η αγορά θα υπερβάλλει στις ειδήσεις. Επιπρόσθετα, κάνει εμπόριο επιθετικά πριν από την ανακοίνωση προκειμένου να καταστήσει δυσκολότερο για άλλους

συμμετέχοντες της αγοράς να μάθουν από τις προηγούμενες μετακινήσεις τιμών.

Στη συζήτησή των αποτελεσμάτων και των επιπτώσεων του προτύπου του, ο Brunnermeier επισημαίνει τα εξής:

- Όταν το σήμα που έχει διαρρεύσει γίνεται λιγότερο ακριβές, οι ανεπάρκειες εξαφανίζονται. Αυτό φαίνεται προφανές δεδομένου ότι ο έγκαιρα ενημερωμένος έμπορος ξέρει λιγότερο με ακρίβεια για το τι πρόκειται να είναι το αληθινό σήμα. Στην αντίθετη περίπτωση, όταν οι βραχυπρόθεσμες πληροφορίες είναι τέλειες, ο έμπορος δεν έχει κανένα ενημερωτικό πλεονέκτημα και δεν κάνει εμπόριο στο δεύτερο μέρος.
- Το είδος της συμπεριφοράς των εμπορικών συναλλαγών που ο έγκαιρα ενημερωμένος έμπορος ακολουθεί μειώνει την μακροπρόθεσμη πληροφόρηση των τιμών και ως εκ τούτου παρέχει ένα ισχυρό επιχειρήμα υπέρ του κανονισμού για τη δίκαιη δημοσίευση του SEC.

Ο Van Bommel (2003) παρέχει μια μελέτη που συνδυάζει την αθέμιτη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών με τη διάδοση των φημών. Στο πρότυπό του, ένας έμπορος ή ένας μικρός επενδυτής λαμβάνει αρχικά τις ιδιωτικές πληροφορίες για την αληθινή αξία των χαρτοφυλάκιο τίτλων. Δεδομένου ότι η ικανότητα των εμπορικών συναλλαγών του και επομένως ο αντίκτυπος των τιμών του είναι αμελητέα σε σύγκριση με το γενικό όγκο των εμπορικών συναλλαγών, υπάρχουν πληροφορίες που αφήνονται για να χρησιμοποιηθούν. Ένα λογικό πρότυπο προσδοκιών δείχνει ότι ο ενημερωμένος έμπορος είναι σε θέση να ενισχύσει τα κέρδη του με τη διάδοση των, ανακριβών, πληροφοριών του προκειμένου να χειριστεί τις τιμές της αγοράς. Η δήλωση του Van Bommel, ότι «η ισορροπία που παρουσιάζεται... παίζεται εντός του νόμου» πρέπει να απορριφθεί. Η παρανομία της δράσης των εμπορικών συναλλαγών εκτελείται από τον ενημερωμένο έμπορο και είναι μια σαφή περίπτωση αθέμιτης χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών. Εντούτοις, η διάδοση των φημών από τον ενημερωμένο έμπορο δεν είναι από μόνη της παράνομη και δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί ως μορφή παράνομου χειρισμού της αγοράς.

Αφότου ενημερώνεται ο έμπορος, έχει τρεις δυνατότητες. Μπορεί να είναι ειλικρινής, να μπλοφάρει ή να εξαπατήσει.

- Όταν είναι ειλικρινής για τις ιδιωτικές πληροφορίες που έλαβε, διαδίδει τις φήμες στην ίδια κατεύθυνση με το πραγματικό σήμα.
- Όταν ο έμπορος μπλοφάρει, μένει ειλικρινής όταν λαμβάνοντας ένα σαφές σήμα διατηρεί μια αξιόπιστη πηγή πολύτιμων πληροφοριών. Εντούτοις, όταν ο έμπορος δεν λαμβάνει οποιοδήποτε σαφές σήμα και υποστηρίζει μια τυχαία θέση, τότε διαδίδει στη συνέχεια μια φήμη που αντιστοιχεί στη θέση που υποστηρίζεται.
- Η τρίτη δυνατότητα είναι ότι ο έμπορος εξαπατά. Σε αυτήν την περίπτωση δεν έχει κανέναν ενδοιασμό ενάντια στη διάδοση των ψεύτικων ή λανθασμένων φημών και υποστηρίζει μια θέση της αγοράς αντίθετη με τις πληροφορίες που κατέχει. Πριν από την αποκάλυψη των αληθινών πληροφοριών ο έμπορος ρευστοποιεί τη θέση και πραγματοποιεί κέρδος.

Το πρόβλημα με την στρατηγική εξαπάτησης είναι ότι το κοινό μπορεί να μην πιστέψει τις φήμες που διαδίδονται. Αυτό οφείλεται σε ένα κόστος ηθικού κινδύνου που επιβάλλεται στη στρατηγική. Εάν οι ακόλουθοι ξέρουν ότι ένας ενημερωμένος έμπορος έχει το κίνητρο για να εξαπατήσει, δεν θα πιστέψουν οποιοσδήποτε φήμες. Ο Van Bommel αναλύει το πρότυπο με τα επαναλαμβανόμενα παιχνίδια και βρίσκει ότι υπό τους σχετικά αδύνατους όρους η ισορροπία από τη στρατηγική ειλικρίνειας μπορεί να υποστηριχθεί. Οι άλλοι δύο τελικά θα απέχουν από την εξαπάτηση, δεδομένου ότι μπορούν να χάσουν τη φήμη τους και ως εκ τούτου τη δυνατότητα να χειριστούν τις τιμές.

## 6. ΦΗΜΕΣ & Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Προκειμένου να γίνει κατανοητή η λειτουργία των χρηματιστηριακών φημών κρίνεται σκόπιμη η έρευνα και η παράθεση παραδειγμάτων από την σύσταση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών έως σήμερα. Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παραθέτονται επιλεγμένα γεγονότα που καταδεικνύουν την σημαντική επίδραση των φημών στην λήψη αποφάσεων των επενδυτών, την ώθηση τους σε μη ορθολογικές επιλογές και τη στρέβλωση της αγοράς.

Ειδικότερη αναφορά θα πραγματοποιηθεί για την περίοδο 1999-2000, όπου το χρηματιστήριο βρίσκονταν σε άνθιση και οι φήμες για πιθανές στρατηγικές κινήσεις βρίσκονταν στο απόγειο τους, με τη γνωστή αρνητική κατάληξη. Αξίζει να αναφερθεί πως τη συγκεκριμένη περίοδο οποιαδήποτε φήμη αφορούσε την κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων, σχετικές και μη με τον κύκλο εργασιών τους, αφομοιωνόταν και διαδιδόταν από τους επενδυτές ως δεδομένη πληροφορία. Τα παραδείγματα των εταιριών που παραθέτονται προέκυψαν από έρευνα που πραγματοποιήθηκε για τη συγκεκριμένη περίοδο έχοντας ως πηγές τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τα δημοσιεύματα του οικονομικού και πολιτικού τύπου της εποχής.

### 6.1 Φήμες και η επίδραση τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Στη ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζονται ποικίλες περιπτώσεις κερδοσκοπίας με τη χρήση φημών. Η ελληνική αγορά δυστυχώς είναι επιρρεπής στο να αφομοιώνει και να μεταφράζει τις φήμες σε επενδυτικές ευκαιρίες και επιλεκτική πληροφόρηση. Αξίζει να αναφερθεί πως η πρώτη χρηματιστηριακή «φούσκα» αναπτύχθηκε το 1864, πριν την σύσταση του Χρηματιστηρίου στην Ελλάδα.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθούμε στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της μικροδομής του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το ΧΑΑ παρουσιάζει χαμηλή εμπορευσιμότητα μετοχικών τίτλων, ανεπαρκή ρευστότητα και έλλειψη βάθους. Τα ακόλουθα στοιχεία αποτελούν ιδανικό μείγμα για την γέννηση φημών και ανάπτυξη αγελαίας συμπεριφοράς (Caporale, Economou και Philippas 2008).

Το ΧΑΑ ιδρύθηκε το 1876 και κομβικό έτος αποτέλεσε το 1986, όπου ολοκληρώθηκε η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων για επενδύσεις σε

αξιόγραφα. Κατά την περίοδο 1997-1999 το Χρηματιστήριο των Αθηνών γνώρισε εκρηκτική άνοδο, λόγω της ένταξης της Ελλάδας στην Ευρωζώνη. Επιπρόσθετα, η συμμετοχή τεράστιου αριθμού ιδιωτών επενδυτών συνέβαλλε στη δημιουργία μιας από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές φούσκες. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1/1/1998-17/9/1999 (ιστορικό υψηλό) ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε άνοδο 332,69%, όμως στη συνέχεια ο Γενικός Δείκτης έφτασε στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο των 1.467,30 μονάδων.



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.1:** Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών 03/01/1990 έως 03/01/2012

Στη συνέχεια παρουσιάζονται μερικές από τις σημαντικότερες φήμες που επηρέασαν τον Γενικό Δείκτη τιμών:

- Το πρώτο και δεύτερο δεκαήμερο του Οκτωβρίου του 1973 επικρατούσε η προσδοκία για τις «ευνοϊκές επιδράσεις» των οικονομικών μέτρων που θα ανακοινώνονταν από τη κυβέρνηση, προκαλώντας ζωηρή ζήτηση και άνοδο των τιμών των τραπεζικών μετοχών. Στην πρώτη συνεδρίαση μετά την ανακοίνωση των μέτρων αυτών, στις 22 Οκτωβρίου 1973 και αφού οι φήμες δεν επαληθεύθηκαν, έγινε «διόρθωση». Οι τραπεζικές μετοχές έχασαν 4% και η τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας άγγιξε τα κατώτατα επίπεδα του έτους.
- Τον Δεκέμβριο του 1973 είχε κυκλοφορήσει η φήμη ότι το κράτος θα εξαγόραζε τους Ελληνικούς Ηλεκτρικούς Σιδηροδρόμους από τον

Στρατή Ανδρεάδη. Αμέσως και μόνο στο άκουσμα της πιθανής αυτής ενέργειας η τιμή της μετοχής μειώθηκε κατά 35%.

- Στη συνεδρίαση της 21ης Ιανουαρίου 1974 δημιουργήθηκε έντονη ζήτηση μετοχών και αύξηση των τιμών από τη φήμη ότι οι εταιρείες θα παρουσίαζαν μεγάλη κερδοφορία στους ισολογισμούς για τη χρήση του 1973 και θα διένειμαν δωρεάν μετοχές. Παρόλο που τα αποτελέσματα χρήσης θα ανακοινώνονταν 3 μήνες μετά.
- Την παραμονή της επαναλειτουργίας του Χρηματιστηρίου (παρέμενε κλειστό από τις 20 Ιουλίου ως τις 4 Σεπτεμβρίου 1974) κυκλοφόρησε η φήμη ότι θα υπάρξει στήριξη σε επίπεδα άνω του 10% μερικών βασικών μετοχών. Η φήμη αυτή είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθούν οι εντολές αγοράς και να ωθήσει την αγορά σε αύξηση 20%. Το γεγονός αυτό ακολούθησε η φήμη πως το Χρηματιστήριο και η αγορά θα ανεβεί και άλλο. Ύστερα από πέντε μέρες, το χρηματιστήριο σημείωσε μια τις σημαντικότερες ζημίες της εποχής.
- Στα μέσα Ιανουαρίου 1975 στο ελληνικό χρηματιστήριο σε δύο συνεδριάσεις οι τιμές μειώθηκαν κατά 16%. Η πτώση αυτή προκλήθηκε, κυρίως, από τη φήμη ότι η Τουρκία κάνει επιστράτευση, κηρύσσεται πόλεμος και οι Τούρκοι βούλιαξαν ελληνικό πλοίο.
- Λίγες ημέρες πριν από τις εκλογές στις 20 Νοεμβρίου το 1977, η τότε κυβέρνηση, στην προσπάθειά της να δημιουργήσει θετικές εντυπώσεις, έδωσε εντολή σε διάφορα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου να αγοράσουν μετοχές της Τράπεζας της Ελλάδος. Η εντολή αυτή συνοδεύθηκε από τις φήμες ότι υπάρχουν μεγάλα αποθέματα χρυσού και ότι θα υποτιμηθεί η δραχμή. Ακολούθησε εντυπωσιακή άνοδος η οποία κατέληξε σε θεαματική πτώση ελάχιστες μέρες αργότερα.
- Στα τέλη Φεβρουαρίου 1978 η φήμη εισβολής αιγυπτίων στρατιωτικών στη Λάρνακα της Κύπρου οδήγησε σε μαζικές πωλήσεις και εύκολη συγκέντρωση μετοχών από μικρή μερίδα επενδυτών.
- Στο τέλος Οκτωβρίου του 1978 εκδηλώθηκε υποχώρηση των τιμών των μετοχών από τις φήμες των επενδυτών ότι δεν ήταν θετικές οι ειδήσεις για την πορεία της ένταξης της χώρας μας στην ΕΟΚ. Λόγος ήταν από τα αποτελέσματα των δημοτικών εκλογών και ότι οι υποψήφιοι βουλευτές στις τελευταίες εκλογές ρευστοποιούσαν τα χαρτοφυλάκιά τους.
- Οι δηλώσεις του τότε προέδρου του ΠΑΣΟΚ Α. Παπανδρέου στα μέσα Νοεμβρίου 1979 για ενδεχόμενες εκλογές τον Μάιο του 1980 δημιούργησαν προεκλογικό κλίμα και εντάθηκαν από το φόβο για ενδεχόμενη εκλογική επικράτηση του ΠΑΣΟΚ.

- Στις αρχές Σεπτεμβρίου 1982 η τιμή της μετοχής της Τράπεζας της Ελλάδος αυξήθηκε από 10.200 δραχμές στις 15.000 δραχμές λόγω της φήμης ότι θα πραγματοποιήσει αναπροσαρμογή των συναλλαγματικών αποθεμάτων.
- Στο τέλος Νοεμβρίου του 1982 η μετοχή της Εθνικής Τράπεζας δέχθηκε ένα από τα πιο ισχυρά χτυπήματα της ιστορία της. Η μεγάλη προσφορά οφειλόταν στη φήμη για κοινωνικοποίηση της Εθνικής Τράπεζας και επικείμενης κατάρρευσης των ασφαλιστικών ταμείων.
- Στις αρχές Ιουνίου του 1989 οι φήμες για νίκη της Νέας Δημοκρατίας στις εκλογές, βελτίωση της οικονομικής κατάστασης των τραπεζών και είσοδο ξένων επενδυτών στο Χρηματιστήριο οδήγησαν σε συνεχή άνοδο και κατέληξαν στην επενδυτική συμφορά του Ιουνίου του 1990.
- Στις 7 Μαΐου του 1999 προκλήθηκε αναταραχή στην ισοτιμία ευρώ/δραχμής όταν διαδόθηκε η φήμη πρόωρης ένταξης της Ελλάδας στη Νομισματική Ένωση. Η κίνηση που παρουσιάστηκε ήταν τόσο έντονη, που ακόμη και Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων ζητούσαν να αγοράσουν ευρώ. Το αποτέλεσμα της έντονης ζήτησης ήταν η ισοτιμία του ευρώ να εκτοξευτεί στις 333 δραχμές από 324,8. Επακολούθησε αναταραχή και ο κυβερνητικός εκπρόσωπος έσπευσε να διαψεύσει τις σχετικές φήμες πριν ακόμη ολοκληρωθεί η συνεδρίαση του Υπουργικού Συμβουλίου. Με τη βοήθεια της Τράπεζας της Ελλάδος (διοχέτευε στη αγορά 820 εκατομμύρια δολάρια) η ισοτιμία έκλεισε στο 325,92.
- Στη περίοδο 1999-2000 (για την οποία παραθέτουμε αναλυτικά παραδείγματα) επικράτησε η μεγαλύτερη σε ένταση και διάρκεια παραπληροφόρηση και διάδοση φημών. Ο τύπος της εποχής προανήγγειλε κινήσεις θα έφταναν άνω του 1 τρις ημερησίως και ότι ο Γενικός Δείκτης θα ξεπερνούσε τις 7.000 μονάδες χωρίς να υπάρχει το υπόβαθρο. Αποτέλεσμα ήταν η απότομη πτώση και η καταγραφή τεράστιων ζημιών.

## 6.2 Λαυρεωτικά

Τα Λαυρεωτικά αποτελούν το πρώτο χρηματιστηριακό σκάνδαλο της Ελλάδας και αποτέλεσαν το πολιτικό και οικονομικό ζήτημα που προέκυψε μεταξύ της ελληνικής κυβέρνησης και της γαλλοϊταλικής εταιρίας Roux-Serpieri-Fressynet C.E., για την εκμετάλλευση των σκωριών και περισσευμάτων του μεταλλείου του Λαυρίου.



Το παράδοξο της συγκεκριμένης ιστορίας είναι ότι το Χρηματιστήριο δεν είχε ακόμα σχηματιστεί. Οι συναλλαγές τότε γίνονταν σε χώρο πάνω από το περίφημο καφενείο «Η Ωραία Ελλάς» στη γωνία Ερμού & Αιόλου στην Αθήνα, που είχε έδρα η Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών. Στην Ελλάδα λοιπόν έλαβε χώρα χρηματιστηριακό σκάνδαλο πριν ακόμα υπάρξει χρηματιστήριο.

Τα μεταλλεία στην περιοχή του Λαυρίου είναι από τα παλαιότερα στον Ελλαδικό χώρο. Η εκμετάλλευσή τους χρονολογείται από το 3.000 π.Χ. Κατά την Κλασική εποχή υπήρξαν η κύρια πηγή πλούτου της αρχαίας Αθήνας. Με τον άργυρό του Λαυρίου, η Αθήνα έκοψε τα αργυρά της νομίσματα (λαυρεωτικές γλαύκες). Μετά το πέρας της κλασικής εποχής (2<sup>ο</sup> αιώνα π.Χ.) τα μεταλλεία εγκαταλείφθηκαν.

Το 1864 ιδρύθηκε η εταιρεία Roux-Serpieri-Fressynet C.E. από τον ιταλό μεταλλειολόγο Giambattista Serpieri με συμμετοχή του γαλλικού τραπεζικού οίκου I.Roux-Fressynet, η οποία ανέλαβε την εκμετάλλευση του μεταλλείου αγοράζοντας έκταση 11.000 στρεμμάτων. Λέγεται πως ο Giambattista Serpieri βασίστηκε στη γεωλογική μελέτη του Σμυρνιώτη μεταλλειολόγου Ανδρέα Κορδέλλα (1836-1909), η οποία αναφερόταν στον πλούτο του υπεδάφους της περιοχής.

Μετά από πέντε χρόνια όμως προέκυψαν διαφωνίες μεταξύ της τότε κυβέρνησης και της εταιρίας σχετικά με την εκμετάλλευση των καταλοίπων και έτσι ανέκυψε το ζήτημα που έμεινε γνωστό ως «Λαυρεωτικό». Στην επιφάνεια των τεράστιων αγορασμένων εκτάσεων βρίσκονταν διάσπαρτοι χιλιάδες τόνοι σκωριών και φτωχού μεταλλεύματος που επειδή από την αρχαιότητα μέχρι τότε δεν μπορούσε να αξιοποιηθεί, σωριάζονταν σε μεγάλες ποσότητες που δημιουργούσαν λοφίσκους. Τότε όμως υπήρχε τρόπος αξιοποίησης του θησαυρού αυτού και η εταιρεία προχώρησε στην άμεση εκμετάλλευσή του, χωρίς να ενημερώσει την πολιτεία. Όταν αυτό έγινε αντιληπτό άρχισαν οι αντιδράσεις, που κορυφώθηκαν όταν ενεπλάκη η αντιπολίτευση του Επαμεινώνδα Δεληγεώργη. Θέλοντας να φθείρει την κυβέρνηση άρχισε να διασπείρει φήμες ότι σε αυτές τις εκβολάδες υπήρχε χρυσάφι το οποίο η κυβέρνηση Κουμουνδούρου είχε παραχωρήσει στους ξένους. Άνθρωποι της περιφέρονταν στην πόλη έχοντας στα χέρια τους μετάλλευμα ανακατεμένο με χρυσόσκονη, πείθοντας τον λαό ότι στο Λαύριο βρισκόταν η λύση στα ανυπέρβλητα οικονομικά προβλήματα του κράτους. Το Μάρτιο του 1871,

λόγω της αυξημένης πίεσης, κατατέθηκε νομοσχέδιο στη Βουλή που προέβλεπε τη φορολογία των περισσευμάτων. Η κυβέρνηση του Επαμεινώνδα Δεληγεώργη απέρριψε το νομοσχέδιο και απαγόρευσε παράλληλα κάθε χρήση των κατάλοιπων των μεταλλουργικών εργασιών. Μάλιστα για την επιβολή της απόφασης αυτής απεστάληκε στα ορυχεία του Λαυρίου στρατιωτική δύναμη. Τον Απρίλιο του ίδιου έτους κατατέθηκε άλλο νομοσχέδιο που προέβλεπε την εθνικοποίηση των περισσευμάτων.

Αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων ήταν να μεσολαβήσουν οι κυβερνήσεις της Γαλλίας και της Ιταλίας υπέρ της εταιρίας ζητώντας διεθνή διαιτησία.

*«(...) αι 2 δυνάμεις ευρεθείσαι εις την ανάγκην θ' αντιτάξουν αλλαχού ή εις το συμβιβαστικόν πνεύμα της ελληνικής κυβερνήσεως τα μέσα προς διάσωσιν των συμφερόντων της ιταλογαλλικής εταιρείας».*

Το αίτημα αρχικά απορρίφθηκε, το ζήτημα όμως λύθηκε όταν μετά από διαπραγματεύσεις δημιουργήθηκαν δύο νέες εταιρίες. Η Τράπεζα Κωνσταντινουπόλεως του Ανδρέα Συγγρού σύστησε την Ελληνική Εταιρεία των Μεταλλείων Λαυρίου (1873) παραχωρώντας στο Ελληνικό Δημόσιο ποσοστό 44% από τα καθαρά κέρδη της εκμετάλλευσης και το δικαίωμα εκμετάλλευσης των μεταλλείων από τη νέα εταιρία για 99 χρόνια. Ο Giambattista Serpieri συνέχισε να εκμεταλλεύεται τα μεταλλεία μέσω της εταιρίας COMPAGNIE FRANCAISE DES MINES DU LAURIUM (C.F.M.L.) ως το 1992 στη θέση Κυπριανός.

Λόγω της έντονης αντιπαράθεσης, της συζήτησης του θέματος στη Βουλή, της εμπλοκής μεγάλων επιχειρηματιών και κυβερνήσεων, σχηματίστηκε η εντύπωση για ύπαρξη χρυσού στα μεταλλουργικά απορρίμματα του Λαυρίου. Ο Ανδρέας Συγγρός γνώριζε πως πιθανόν να μην αποκόμιζε ποτέ από τα υπολείμματα χρυσό, μπορούσε όμως να αποκομίσει από την έντονη φημολογία. Έτσι μετοχοποίησε την εταιρία και πούλησε τις μετοχές του στους ανίδεους, αλλά φιλόδοξους, επενδυτές. Το αδαές κοινό έσπευσε να αποκτήσει τίτλους, φτάνοντας να καταβάλλει υπεραξίες ως και τρεις φορές επιπλέον. Για την κάθε μετοχή πραγματοποιήθηκε υπερτίμηση από 50 σε 100 δραχμές. Ο κόσμος παρασυρμένος από τη φημολογία περί αμύθητων θησαυρών στα κατάλοιπα του μεταλλείου, πούλησε χωράφια και αντάλλαξε την περιουσία του για χαρτιά που αποδείχθηκαν «φούσκες». Μέχρι να αποδειχθεί ότι τελικά δεν υπήρχε η αναμενόμενη αξία στα περισσεύματα του μεταλλείου ο Συγγρός

ρευστοποίησε όλες του τις μετοχές. Ο Ανδρέας Συγγρός (1830-1899) λοιδορήθηκε και χαρακτηρίστηκε «Λαυριοφάγος». Ο ίδιος γράφει στα απομνημονεύματά του ότι επέστρεψε στην Ελλάδα για να εκμεταλλευτεί «την νηπιώδη κατάσταση του χρηματοοικονομικού κλάδου». Αδιαμφισβήτητα πάντως υπήρξε ένας από τους μεγαλύτερους τραπεζίτες της εποχής του και μεγαλύτερους Έλληνες χρηματιστηριακούς κερδοσκόπους.

### 6.3 Οι Χρυσοί Ολυμπιακοί του 1996

Όπως αναφέραμε σε προηγούμενο κεφάλαιο μια φήμη μπορεί να επιδράσει στην οικονομία ακόμα και αν αφορά ένα τομέα εντελώς διαφορετικό από αυτή. Τρανό παράδειγμα αποτελεί η πεποίθηση πως η Ελλάδα θα αναλάμβανε τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 1996, όταν και θα εορτάζονταν τα εκατό χρόνια από την αναβίωση τους.

Η Ελλάδα εξ αρχής είχε αναλάβει το ρόλο του θεματοφύλακα των ηθικών αξιών στο ολυμπιακό κίνημα. Αυτό επιβεβαιώνεται από πολλές ιστορικές στιγμές και κυρίως από το αίτημα της για τη μόνιμη τέλεση των Αγώνων στην χώρα από όπου ξεκίνησαν. Για πρώτη φορά το αίτημα αυτό διατυπώθηκε επίσημα και με σαφήνεια από τον βασιλιά Γεώργιο με τη λήξη των αναμφίβολα επιτυχημένων Αγώνων του 1896. Σύμφωνα με την ομιλία του Γεωργίου, η Ελλάδα, ως μόνιμος τόπος τέλεσης των σύγχρονων Ολυμπιακών Αγώνων, θα λειτουργούσε «ως ειρηνικόν εντευκτήριον των εθνών». Η πρόταση αυτή της Ελλάδας αντιμετώπισε τη έντονη αντίσταση του Πιερ ντε Κουμπερτέν, ο οποίος θεώρησε ότι με αυτό τον τρόπο θα διακυβευόταν ο διεθνής χαρακτήρας των Αγώνων. Η δεύτερη φορά που η Ελλάδα διεκδίκησε τη μόνιμη τέλεση των Ολυμπιακών Αγώνων έγινε από τον Κωνσταντίνο Καραμανλή το 1976 με επιστολή του στον πρόεδρο της ΔΟΕ, Λόρδο Κιλάνιν.

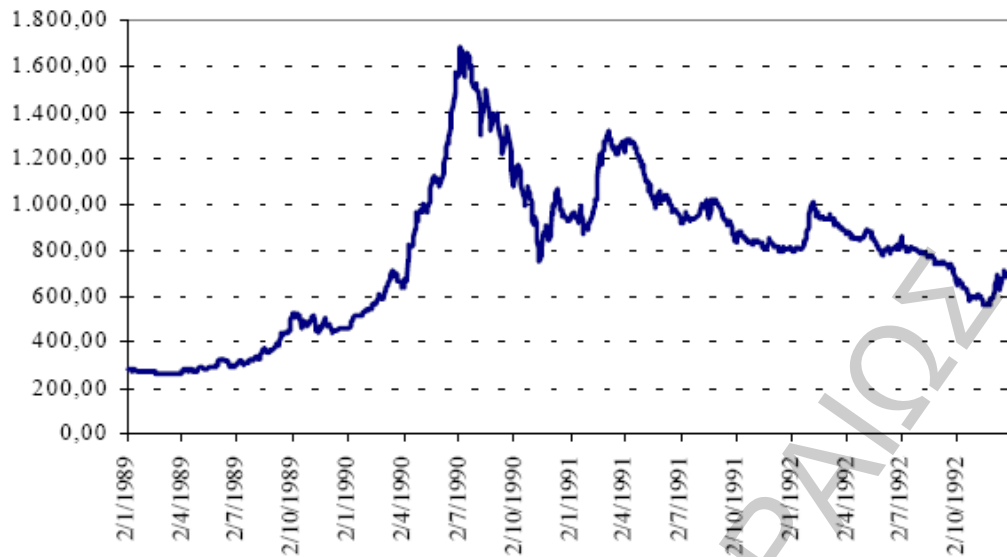
Έτσι φτάνουμε στο 1986 όταν η Αθήνα κατέθεσε πρόταση διεκδίκησης των Ολυμπιακών Αγώνων του 1996 ή των Χρυσών Ολυμπιακών, όπως είναι γνωστοί λόγω του εορτασμού της εκατονταετίας από την αναβίωση του θεσμού. Η διεκδίκηση κράτησε ως το 1990, όπου η Αθήνα στη 5η ψηφοφορία παίρνει 35 ψήφους έναντι 51 της Ατλάντα. Οι πολιτικοοικονομικές συνθήκες στην Ελλάδα ήταν αντίξοες ως προβληματικές εκείνη τη περίοδο. Όμως το όραμα επιστροφής των Αγώνων στη γενέτειρά τους ήταν τόσο μεγάλο ώστε

να λειτουργήσει ως πηγή έμπνευσης προκειμένου να συγκροτηθεί ένα φιλόδοξο κι εμπνευσμένο σχέδιο.

Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 1990, όταν η Αθήνα έχασε την διεκδίκηση των Ολυμπιακών της εκατονταετίας και ιδιαίτερα το τελευταίο χρονικό διάστημα υπήρξε υπεραισιοδοξία για την έκβαση του αποτελέσματος. Αρκεί να αναφερθεί πως αντίγραφο του φακέλου διεκδίκησης της Χρυσής Ολυμπιάδας του 1996, αποτέλεσε ο φάκελος υποψηφιότητας για τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004. Ο φάκελος υποψηφιότητας ήταν πραγματικά ότι καλύτερο είχε να παρουσιάσει η Αθήνα το 1990 στο Τόκιο. Η υποψηφιότητα γνώρισε μεγάλη δημοσιότητα διεθνώς. Μάλιστα το μποϊκοτάζ στους Αγώνες της Μόσχας το 1980 είχε δράσει θετικά υπέρ του επαναπατρισμού των Ολυμπιακών Αγώνων. Η περιρρέουσα ατμόσφαιρα εμπειρείχε έντονη εθνική ανάταση και ενθουσιασμό γεγονός που είχε αντίκτυπο στις οικονομικές δραστηριότητες της χώρας.

Την περίοδο 1989 με 1990 το Χρηματιστήριο Αθηνών παρουσίασε εντυπωσιακή άνοδο της τάξεως του 491,28% στο διάστημα Ιανουαρίου 1989 με Ιουλίου 1990 αγγίζοντας τις 1.684,31 μονάδες. Μετά την αποτυχία της διεκδίκησης των Ολυμπιακών Αγώνων και την μη εκπλήρωση των προσδοκιών του κόσμου, ακολούθησε έντονα πτωτική τάση με αποτέλεσμα σε λιγότερο από δύο μήνες ο γενικός δείκτης να υποχωρήσει κάτω από τις 800 μονάδες.

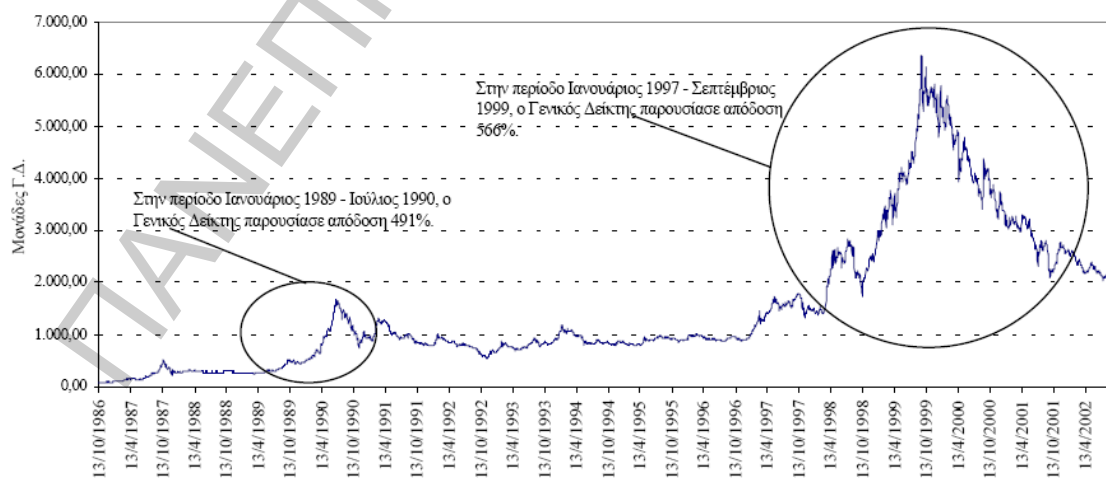
Η πτώση αυτή σταμάτησε με την ανακοίνωση της νίκης των συμμαχικών δυνάμεων στον Πόλεμο του Κόλπου, επανακάμπτοντας στις 1.300 μονάδες το πρώτο τρίμηνο του 1991.



Πηγή: www.capital.gr

**Σχήμα 6.2:** Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών  
02/01/1989 έως 02/01/1992

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί πως παρόμοια πορεία, για άλλες φυσικά αιτίες και αφορμές, ακολούθησε ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών την περίοδο 1998 με 2000. Τότε ο Γενικός Δείκτης Τιμών από τον Ιανουάριο του 1997 έως το Σεπτέμβριο του 1999 παρουσίασε άνοδο 566% ξεπερνώντας τις 6.300 μονάδες. Μεμονωμένες περιπτώσεις της συγκεκριμένης περιόδου, μιας και αφορά τη μεγαλύτερη χρηματιστηριακή κρίση της σύγχρονης ελληνικής ιστορίας, θα αναλύσουμε παρακάτω.



Πηγή: Investment Research & Analysis Journal, "Learning from the Past", Σεπτέμβριος 2002

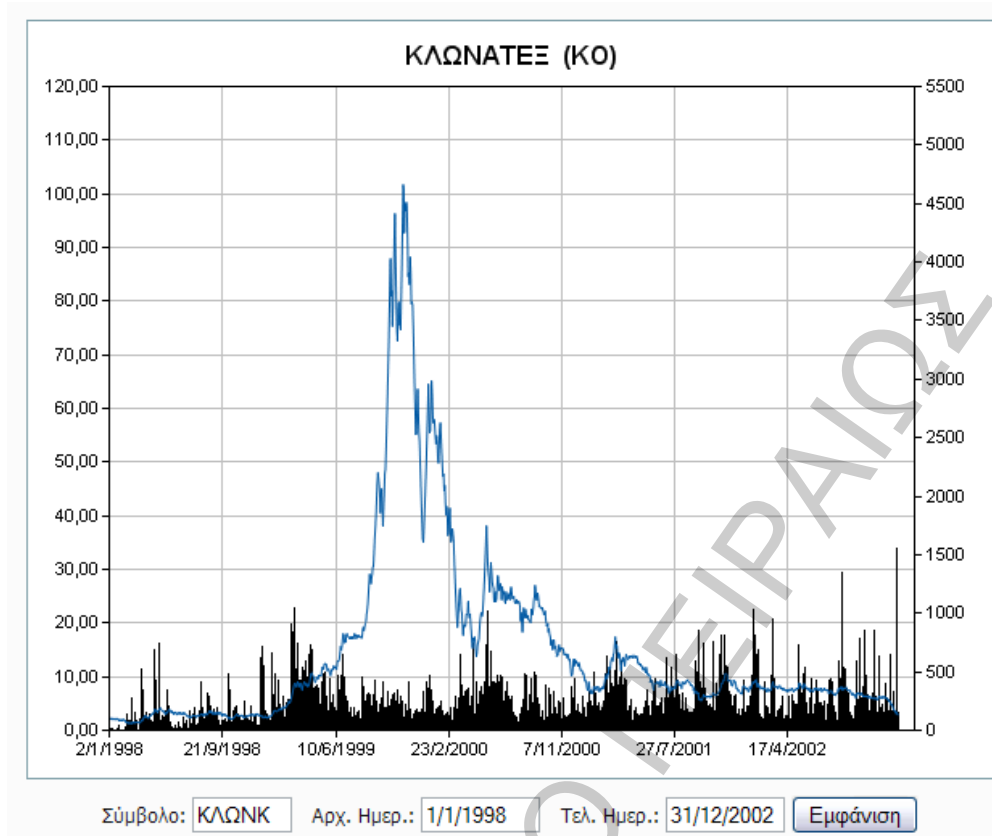
**Σχήμα 6.3:** Η πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών  
13/10/1986 έως 13/04/2002

#### 6.4 Όμιλος Κλωνατέξ

Ο επιχειρηματίας που ήταν επικεφαλής της εταιρίας είχε μία σειρά από επιχειρήσεις, οι μετοχές των οποίων είχαν γίνει γνωστές από την απίστευτα ανοδική πορεία στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η μετοχή των Κλωστηρίων Ναούσης είχε καταφέρει κάποια στιγμή να έχει λίγο μικρότερη κεφαλαιοποίηση από τις μεγάλες τράπεζες (πάνω από 2 δις. ευρώ). Η μετοχή πραγματοποιούσε limit up (τότε η ανώτερη επιτρεπτή διακύμανση ήταν 8%) περίπου για συνεχόμενους 9 μήνες.

Η διοίκηση του Ομίλου εκμεταλλευόμενη το νομοθετικό κενό και εμφανίζοντας άκρως δελεαστικά κέρδη, αποτέλεσμα ωραιοποίησης των οικονομικών στοιχείων, ώθησαν την μετοχή σε υπερκέρδη. Ύστερα από έρευνα στο διαδίκτυο παρατηρήθηκε πως τα πρωτοσέλιδα των τότε εφημερίδων φιλοξενούσαν «εμπιστευτικές» πληροφορίες για «σίγουρες» επενδυτικές συμφωνίες.

Σύμφωνα με τις τότε φήμες και δημοσιεύματα εμφανιζόταν να εξαγοράζει την τότε Teletet, την Μπαρμπα-Στάθη, την Benetton, τη Tommy Hilfiger, τη Nautica και τη Timberland. Αξίζει να αναφερθεί πως ο τοπικός τύπος στη περιοχή της Νάουσας φιλοξενούσε συνεντεύξεις με το όραμα και τα μακρόπνοα σχέδια του ιδιοκτήτη και αναφερόταν σε αυτόν με διθυραμβικά σχόλια και προσωνύμια.



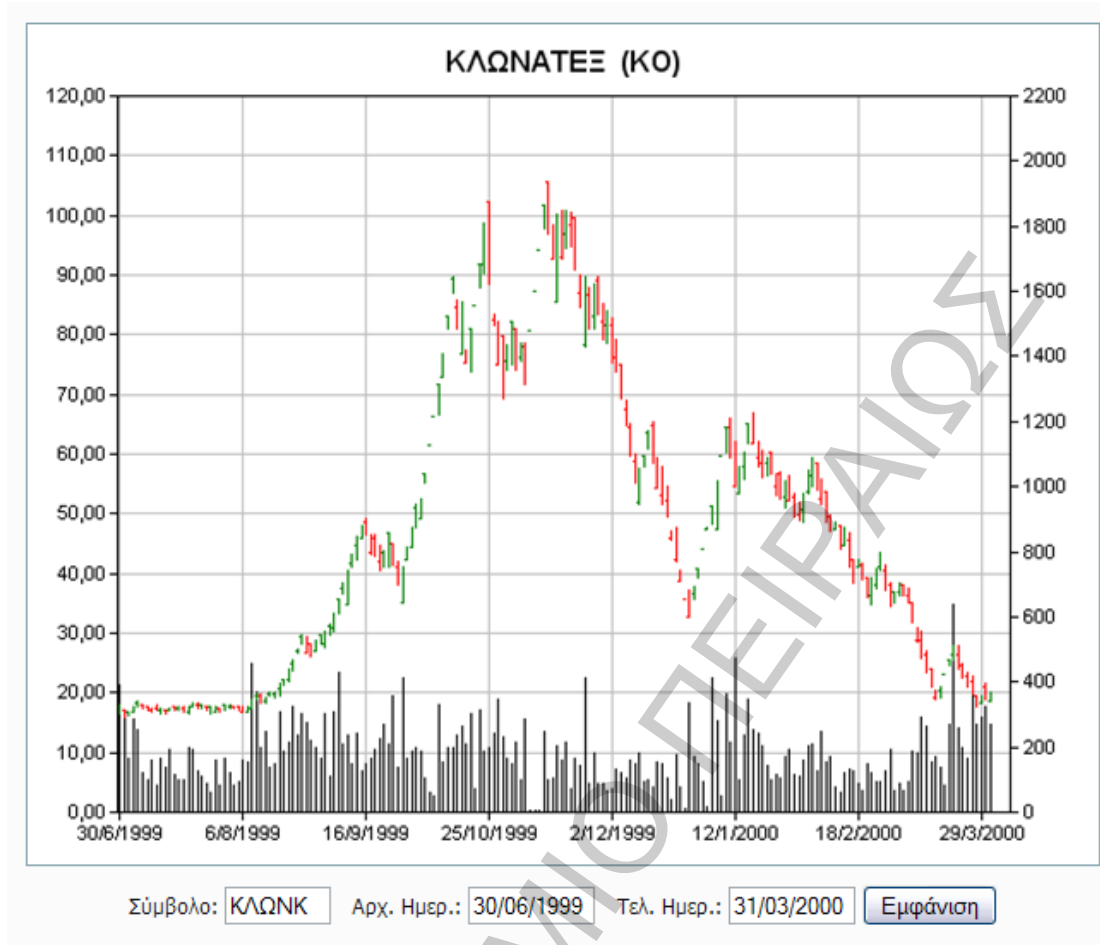
Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.4:** Ιστορικές τιμές της Κλωνατέξ

Δημοσίευμα στον πολιτικό τύπο (το Βήμα) στις 17/10/1999:

«Στη γενική συνέλευση της Κλωνατέξ, θα προταθεί από τη διοίκηση το σπάσιμο της μετοχής με αναλογία μία παλαιά μετοχή προς τέσσερις νέες. Ωστόσο σύμφωνα με πολύ καλά ελεγμένες πληροφορίες θα αντιπροταθεί από τον βασικό μέτοχο η αναλογία 1/10, ίσως και μεγαλύτερη, καθώς η μετοχή πηγαίνει καλά και στο μέλλον είναι πιθανό να χρειαστεί εκ νέου σπάσιμο. Αν γίνει δεχτή η πρόταση η ονομαστική αξία θα διαμορφωθεί σε τιμή κάτω των 100 δρχ. ανά μετοχή.

Για το ενδιαφέρον Λαναρά για τον **Μπαρμπα-Στάθη** τι να σας πω; Στην αγορά ακούγεται πως ήδη ελέγχει κάτι λιγότερο από το 10% της εταιρείας κατεψυγμένων τροφίμων.»



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.5:** Ιστορικές τιμές της Κλωνατέξ την περίοδο 06/1999 έως 03/2000

Επιπρόσθετα ο ίδιος ο Θ. Λαναράς σε συνέντευξη του σε πολιτική εφημερίδα (το Βήμα) στις 10/10/1999 αναπτύσσει τα μελλοντικά σχέδια του και επιβεβαιώνει πως η εταιρία στα επόμενα δύο χρόνια θα ηγείται του κλάδου στην Ευρώπη. Παραθέτουμε απόσπασμα από την τότε συνέντευξη:

*«Δημοσιογράφος: Είχατε δηλώσει στα μέσα του 1998 ότι το 2001 ο τομέας νήματος της Κλωνατέξ θα αντιπροσωπεύει το 10% της ευρωπαϊκής παραγωγής. Βάσει της σημερινής παραγωγικής ικανότητας εκτιμάτε ότι ο στόχος που θέσατε είναι εφικτός;*

*Θ.Λαναράς: Το 2001 θα ελέγχουμε το 25% της ευρωπαϊκής παραγωγής! Σήμερα, μετά τις εξαγορές της Δούδος και της Οττο Εβρος, σε συνδυασμό με τη λειτουργία των νέων κλωστηρίων στη Ροδόπη και στη Μαρώνεια, έχουμε προσεγγίσει τον αρχικό μας στόχο του 10%.*



Δημοσιογράφος: Στη συνέλευση των Κλωστηρίων Ναούσης τον Ιούνιο είχατε πει ότι η μετοχή της Κλωνατέξ θα πρέπει να φτάσει τις 38.000 δρχ., ώστε να αντανakλά τα μεγέθη της εταιρείας. Σήμερα η μετοχή βρίσκεται περίπου στις 61.000 δρχ.

Θ.Λαναράς: Τον Ιούνιο είχαμε κέρδη 13 δισ. δρχ., ενώ στο τέλος του χρόνου θα εμφανίσουμε τουλάχιστον 35 δισ. δρχ! Μπορεί λοιπόν ο κάθε επενδυτής να αντιληφθεί αν η μετοχή είναι ακριβή ή αν έχει περαιτέρω περιθώρια ανόδου.

Δημοσιογράφος: Πόσο πραγματικά είναι τα παραπάνω κέρδη;

Θ.Λαναράς: Είναι πραγματικά, καθώς δεν προέρχονται από "γυρίσματα μετοχών". Ο όμιλος δεν έχει μπει στον πειρασμό να εγγράψει λογιστικά κέρδη. Σαφώς υπάρχουν έσοδα από αγοραπωλησίες χρεογράφων αλλά νομίζω ότι και αυτό δείχνει ότι τα στελέχη της holding κάνουν όσο μπορούν καλύτερα τη δουλειά τους».

Η φήμες της εποχής οδήγησαν τη μετοχή των Ενωμένων Κλωστοϋφαντουργιών να αποτιμάται το 2000 στα 110 ευρώ, ενώ σήμερα βρίσκεται στα 0,05 ευρώ. Η μετοχή της Κλωνατέξ έφτασε να αποτιμάται στις αρχές Ιανουαρίου 2000 στα 100 ευρώ, ενώ σήμερα κοστίζει 0,04 ευρώ. Η Λαννέτ αποτιμούταν στις αρχές του 2000 πάνω από 60 ευρώ, ενώ αυτή τη στιγμή είναι εκτός διαπραγμάτευσης(από τα μέσα του 2008 λόγω οικονομικών προβλημάτων). Επιπρόσθετα, σύμφωνα με της έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του 2000, επιβλήθηκε πρόστιμο 500 εκατομμυρίων δραχμών στην εταιρία Κλωνατέξ εξαιτίας χειραγώγησης της τιμής της μετοχής, κατάχρησης και παραπλάνηση της αγοράς.

### **6.5 Ηλέκτρα (Sciens Συμμετοχών)**

Όπως φαίνεται από την ετήσια έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του 2000 και τον οικονομικό τύπο της εποχής επικρατούσαν από τα τέλη του 1999 οι φήμες ότι η Ηλέκτρα Α.Ε. θα αποτελούσε στόχο εξαγοράς. Το γεγονός αυτό προκαλούσε ανοδική πορεία στη τιμή της μετοχής αγγίζοντας τα 10 ευρώ, διπλασιάζοντας σχεδόν την τιμή της.

Ειδικά την από τις αρχές Φεβρουαρίου 2000 συναντάμε δημοσιεύματα σε δύο οικονομικές εφημερίδες (Reporter & Capital) που κάνουν λόγο για «κλεισμένο

deal που θα απογειώσει τη μετοχή». Συνάμα οι οικονομικές στήλες του πολιτικού τύπου έκαναν αναφορά για «έξυπνα μεθοδευμένες κινήσεις στο παρασκήνιο από τη διοίκηση της εταιρίας με σκοπό την καθιέρωση της σε ευρωπαϊκό επίπεδο». Την περίοδο αυτή όπως βλέπουμε και από το ιστορικό γράφημα, η μετοχή όντως ξεκίνησε μια απίστευτα ανοδική πορεία.

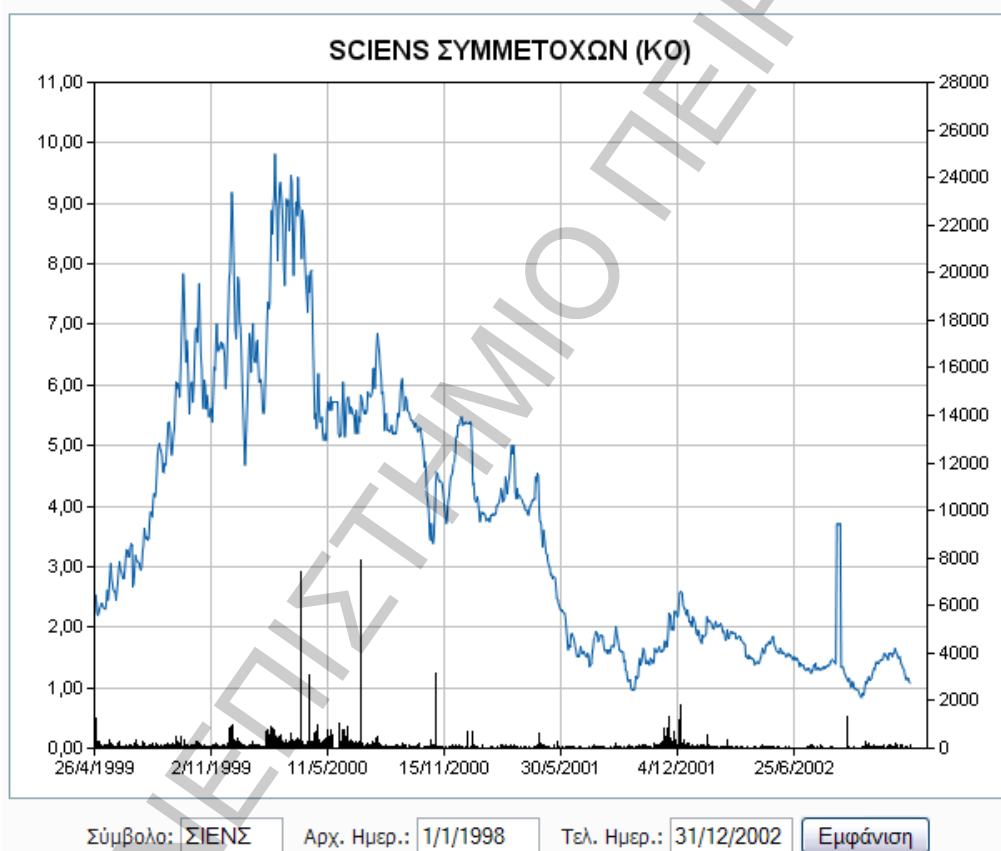


Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.6:** Ιστορικές τιμές της Sciens Συμμετοχών την περίοδο 11/1999 έως 06/2000

Στις 21 Φεβρουαρίου 2000 η διοίκηση επιβεβαίωσε τις φήμες και ανακοίνωσε τη συμφωνία με τον οίκο Laidlaw Global Securities Inc (μεταβίβαση του 51% των μετοχών έως 10 Μαρτίου 2000). Τελικά έστω και καθυστερημένα μεταβιβάζεται μόνο το 34,43% των μετοχών και μετά από λίγες μέρες ο τότε πρόεδρος και Διευθύνων σύμβουλος της Laidlaw Global Securities περιγράφει σε συνέντευξη του σε οικονομική εφημερίδα τα επιχειρηματικά σχέδια του επενδυτικού οίκου για την εταιρία Ηλέκτρα. Οι δηλώσεις αυτές

κράτησαν την μετοχή στα υψηλά επίπεδα που είχε πετύχει όλο το προηγούμενο διάστημα. Ωστόσο δύο μόλις μέρες μετά ο επενδυτικός οίκος πουλούσε σταδιακά μετοχές μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος με σκοπό να μην γίνεται γνωστή η ταυτότητα του πωλητή. Όπως αναφέρεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε πρόστιμο ύψους 150 εκατομμυρίων δραχμών και ποινικές διώξεις στην Laidlaw Global Securities για τη διασπορά ψευδών ειδήσεων καθώς και σε δύο φυσικά πρόσωπα που συνδέονταν με την εταιρία και λειτούργησαν σαν «front-runners» κάνοντας κατάχρηση πληροφορία και αποκομίζοντας μεγάλα κέρδη.



Πηγή: www.capital.gr

**Σχήμα 6.7:** Ιστορικές τιμές της Sciens Συμμετοχών

## 6.6 Αθηναϊκές Συμμετοχές

Στις αρχές του 1999 ομάδα επιχειρηματιών εξαγόρασε τη πλειοψηφία των μετοχών της εταιρίας κλωστοϋφαντουργίας «Δημητριάδης» και χρησιμοποιώντας τη ως όχημα πραγματοποιήθηκε αλλαγή της οικονομικής δραστηριότητας. Με αυτό το τρόπο δημιουργήθηκε επενδυτική εταιρία με

κύριο σκοπό τη μακροπρόθεσμη συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις. Στη συνέχεια άντλησε κεφάλαια ύψους 33 δις δραχμών με σκοπό να εκπονηθεί το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρίας. Με την είσοδο των νέων μετόχων, οι οποίοι αποτελούσαν ηχηρά ονόματα του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου, ακολούθησε μια σειρά διακηρύξεων σχετικά με τη προοπτική και τα αναπτυξιακά σχέδια της εταιρίας. Υπήρξε βομβαρδισμός δημοσιευμάτων στον τύπο και την τηλεόραση σχετικά με τις μελλοντικές συνέργιες ωθώντας τη τιμή της μετοχής σε αλματώδη αύξηση. Ανάμεσα στις ειδήσεις ήταν η συνεργασία με ασφαλιστική εταιρία, η επικείμενη εξαγορά του χρηματοοικονομικού ομίλου Union PLC, η δημιουργία αμοιβαίου κεφαλαίου με τον όμιλο Dexia και η συμμετοχή σε επενδυτική τράπεζα που διαχειρίζεται κεφάλαια άνω του ενός τρις δραχμές.

Δημοσίευμα στις 07/03/1999 σε πολιτική εφημερίδα (το Βήμα):

*«Η μικρή κλωστοϋφαντουργία με τις οκτώ συνεχείς ζημιολύγες χρήσεις έδωσε τα μεγαλύτερα κέρδη στη Σοφοκλέους τη χρονιά που πέρασε. Από 358 δρχ. που είχε στην αρχή του έτους έκλεισε στις 31/12/98 στις 11.480 δρχ. Η εξαγορά της από ομάδα επενδυτών και γνωστών επιχειρηματιών της Σοφοκλέους είχε ως αποτέλεσμα τους τελευταίους μήνες του 1998 η μετοχή να ακολουθήσει μια ξέφρενη πορεία. Η άνοδος της Δημητριάδης είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα μετοχής που κινήθηκε αυξητικά, όχι λόγω των θεμελιωδών μεγεθών της αλλά λόγω των προσδοκιών που δημιούργησε η πώλησή της»*

Δημοσίευμα στις 20/06/1999 σε πολιτική εφημερίδα (το Βήμα):

*«Για τους παροικούντες την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν ήδη απτά παραδείγματα εταιρειών οι οποίες εμφάνιζαν για χρόνια φθίνουσα πορεία αλλά με την αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος απέκτησαν διαφορετική επιχειρηματική φυσιογνωμία, αποποιήθηκαν το «αμαρτωλό» παρελθόν, καταρτίστηκαν από τις διοικήσεις τους φιλόδοξα επιχειρηματικά και κερδοφόρα γι' αυτούς! σχέδια και έχουν εν ολίγοις ξανακερδίσει το ενδιαφέρον των επενδυτών ή, για να είμαστε πιο συγκεκριμένοι, το έχουν μονοπωλήσει. Τα κέρδη για τους μικρομετόχους αλλά και για τους ιδιοκτήτες, αν όλα εξελιχθούν ομαλά, θα είναι τεράστια καθώς οι χρηματιστηριακές αξίες*

των εξυγιανθεισών εταιρειών αυξάνονται με γεωμετρική πρόοδο. Τα παλιά ονόματα και οι νέοι «σωτήρες»

Ο βασικός μέτοχος της κ. Β. Θεοχαράκης δέχθηκε από ομάδα επιχειρηματιών μια ενδιαφέρουσα πρόταση εξαγοράς του κελύφους της εταιρείας, την οποία και αποδέχθηκε. Στις αρχές του 1999 μεταβιβάστηκε το 75% της εταιρείας σε ομάδα επενδυτών, επικεφαλής των οποίων ήταν ο κ. Πολ Παπαδόπουλος της LFG, ο κ. Π. Κορλίρας, πρώην διοικητής της Ιονικής Τράπεζας, ο κ. Τ. Τζαβέλλας, πρώην διοικητής της Κτηματικής Τράπεζας, και γνωστοί επιχειρηματίες όπως οι κκ. Μ. Κυριακού, Ευ. Μυτιληναίος και Αν. Κορασιδής. Η εταιρεία άλλαξε επωνυμία σε Αθηναϊκές Συμμετοχές Κεφαλαίου και προχωρεί σε αύξηση κεφαλαίου κατά 32,8 δισ. δρχ. με στόχο να χρηματοδοτήσει την ίδρυση επενδυτικής τράπεζας, ΑΕΔΑΚ και εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου αλλά και την εξαγορά μειοψηφικών πακέτων σε δύο ασφαλιστικές εταιρείες. Η μετοχή σήμερα έχει φθάσει αισίως στις 18.000 δρχ.».



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.8:** Ιστορικές τιμές της μετοχής Αθηναϊκές Συμμετοχές

Με την πάροδο του χρόνου οι εξαγγελίες δεν υλοποιήθηκαν, το αντληθέν κεφάλαιο είχε δαπανηθεί για αποσπασματικές εξαγορές μικρών εταιριών και

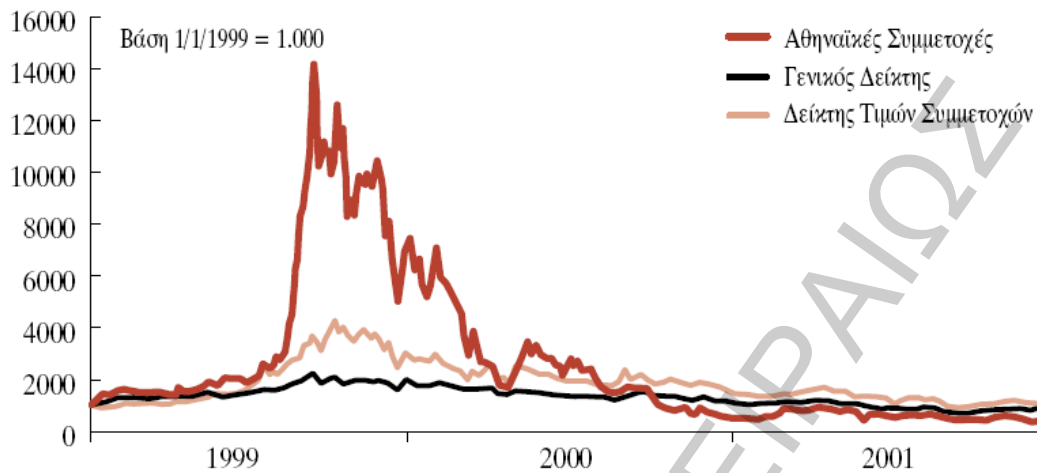
από το Νοέμβριο του 1999 ορισμένοι βασικοί μέτοχοι ρευστοποιούσαν τη συμμετοχή τους. Τότε και αφού οι φήμες των δημοσιευμάτων δεν επιβεβαιώθηκαν άρχισε η πτωτική πορεία της μετοχής. Η διοίκηση προσπαθώντας να ανακόψει τη πτώση της μετοχής διέρρηξε θετικές φήμες και αόριστα δημοσιεύματα. Σύμφωνα με οικονομική εφημερίδα της εποχής (Ημερησία):

*«ΔΙΠΛΗ κίνηση στον χρηματοοικονομικό χώρο ετοιμάζει σύμφωνα με πληροφορίες η εταιρία Αθηναϊκές Συμμετοχές Κεφαλαίου. Το πρώτο σκέλος αφορά τη σύναψη συμμαχίας με κορυφαίο χρηματοοικονομικό όμιλο της Ευρώπης, "όχημα" για την οποία θα αποτελέσει η -κατά 100% θυγατρική της ΑΘΗΣΚ- UNION Discount Bank στο Λονδίνο. Μερίδιο της τελευταίας, πιθανώς και πλειοψηφικό θα μεταβιβαστεί στον ξένο όμιλο. Υπό το νέο σχήμα, το οποίο θα δραστηριοποιηθεί σε τραπεζικές - επενδυτικές εργασίες και στην Ελλάδα, πρόκειται επίσης να τεθεί μία υφιστάμενη ελληνική ΑΧΕΠΕΥ με υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια, καθώς οι επαφές μεταξύ των δύο βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο».*

Η κορύφωση αυτής της προσπάθειας έγινε στις 15 Μαρτίου του 2000, όπου σε συνέντευξη τύπου η διοίκηση της εταιρίας επιβεβαίωσε τις φήμες και ανακοίνωσε την εξαγορά της αγγλικής τράπεζας Union Discount Company, η οποία ωστόσο ήταν θυγατρική εταιρίας που ήδη αποτελούσε συμμετοχή των Αθηναϊκών Συμμετοχών. Οι εξαγγελίες και τα δημοσιεύματα που ακολούθησαν δήλωναν emphaticά τις εξαιρετικές προοπτικές της συμφωνίας. Αποκορύφωμα αποτέλεσε η διατύπωση πως τα κέρδη χρήσης θα ανέλθουν στα 15 δις δραχμές και οι φήμες πως οι βασικοί μέτοχοι κρατούσαν μεγάλο κομμάτι των συμμετοχών τους και προτίθετο να το μεγαλώσουν. Οι θετικές εντυπώσεις που προκλήθηκαν οδήγησαν τη μετοχή σε νέα άνοδο για τρεις συνεχόμενες ημέρες.

Όπως αναφέρεται στην έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του 2001, η συμφωνία δεν είχε πραγματοποιηθεί και το κοινό το ενημερώθηκε εννέα μήνες αργότερα. Επιπρόσθετα τα αποτελέσματα χρήσης του 2000 ανήλθαν σε ζημιές 16 δις δραχμές, σύμφωνα με την έκθεση του ορκωτού λογιστή. Στην έκθεση της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επισημαίνει την παράβαση των ανακριβών δημοσιευμάτων, της κατάχρησης εσωτερικής πληροφόρησης και

διασποράς ψευδών ειδήσεων επιβάλλοντας πρόστιμο κοντά στο 1 δις δραχμών.



Πηγή: Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2001

**Σχήμα 6.9:** Τιμή της μετοχής Αθηναϊκές Συμμετοχές, του Γενικού Δείκτη Τιμών και του Κλαδικού Δείκτη Συμμετοχών στο ΧΑΑ

### 6.7 Geniki Bank

Στις αρχές του 2006 άρχισαν να διαρρέουν φήμες για την πραγματοποίηση μιας μεγάλης συμμαχίας στον Τραπεζικό κλάδο. Επίκεντρο της φήμης αποτελούσε η Societe Generale και κατ' επέκταση η Geniki Bank από τη Citigroup. Για περίπου ένα τρίμηνο την υπάρχουσα φήμη ενίσχυσαν τα πολυάριθμα δημοσιεύματα στο ξένο και ελληνικό τύπο. Αποτέλεσμα αυτής της πιθανής εξέλιξης ήταν η άνοδος της μετοχής της Geniki Bank στο ΧΑΑ και η αυξημένες προσδοκίες για ισχυροποίηση της ελληνικής θυγατρικής. Μάλιστα στον ελληνικό οικονομικό τύπο ακολούθησε αποτίμηση του νέου σχήματος και η επίδραση του στο τραπεζικό κλάδο.

Δημοσίευμα στον Οικονομικό τύπο (Reporter) το Φεβρουάριο 2006:

«Geniki Bank: Οι φήμες για εξαγορά της SG από τη Citigroup δίνουν φτερά στη μετοχή»



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.10:** Ιστορικές τιμές της Γενικής Τράπεζας την περίοδο 01/2006 έως 06/2006

Δημοσίευμα στον Οικονομικό τύπο (Reporter) το Μάρτιο 2006:

«Μεγάλη άνοδο καταγράφει η μετοχή της *Geniki Bank* λόγω κυρίως φημών που θέλουν το *Citigroup* να ενδιαφέρεται να εξαγοράσει την *Societe Generale* στη Γαλλία.

Η *Societe Generale* διαθέτει κεφαλαιοποίηση περί τα 50 δισ. ευρώ και αποτελεί μια από τις ισχυρότερες τράπεζες στην Ευρώπη. Το *Citigroup* κατά το παρελθόν βρισκόταν σε διαπραγματεύσεις με την *Deutsche Bank* αλλά και με την *Barclays* αλλά και με την *Bank of Scotland*. Τα σχέδια εξαγορών δεν προχώρησαν ωστόσο πληροφορίες – φήμες αναφέρουν ότι έχει υπάρξει εκδήλωση ενδιαφέροντος από τον αμερικανικό όμιλο για την *Societe Generale*. Στην Γαλλία η μετοχή της *Societe Generale* καταγράφει σημαντική άνοδο, επηρεάζοντας θετικά και όλες τις θυγατρικές διεθνώς μεταξύ των οποίων και την *Geniki Bank* στην Ελλάδα.»





Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

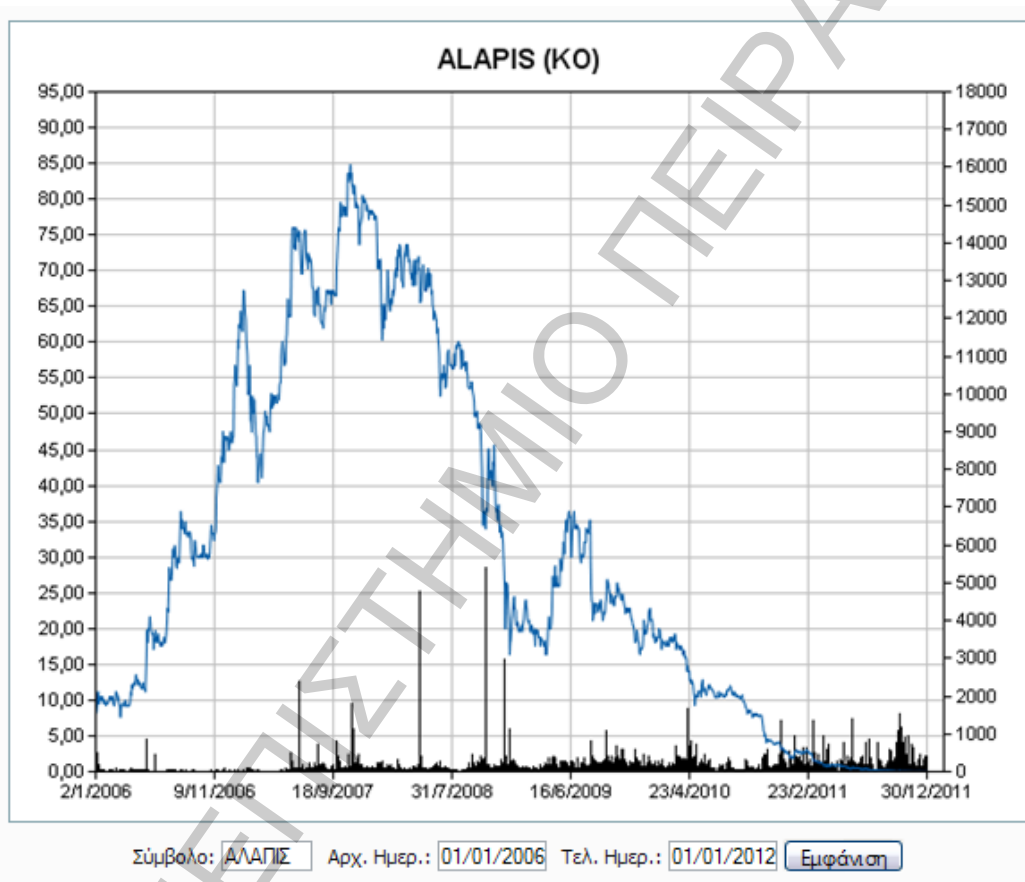
**Σχήμα 6.11:** Ιστορικές τιμές της Γενικής Τράπεζας

Ωστόσο οι φήμες δεν επαληθεύτηκαν και ακολούθησε απότομη πτώση της τιμής της μετοχής. Για άλλη μια φορά βλέπουμε πόσο εύκολα η ελληνική επενδυτική αγορά αφομοιώνει φήμες και τις μεταφράζει σε επενδυτικές ευκαιρίες χωρίς να αξιολογεί την πηγή διάδοσης τους.

### 6.8 Alapis A.B.E.E.

Ένα ακόμα παράδειγμα της επίδρασης των φημών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι η εκρηκτική ανάπτυξη και αντίστοιχα η απότομη συρρίκνωση της εταιρίας Alapis A.B.E.E. Η Alapis δημιουργήθηκε το 2006 από τη συγχώνευση τεσσάρων εταιριών (Veterin, EBIK, Lamda Detergent και Elpharma), με δραστηριότητες στο ανθρώπινο φάρμακο, κτηνιατρικά προϊόντα, βιολογικά προϊόντα, απορρυπαντικά και καλλυντικά. Στην πορεία επικεντρώθηκε στο ανθρώπινο φάρμακο. Επίσης, παρέχει υπηρεσίες logistics προς φαρμακευτικές εταιρείες, έχοντας αναλάβει τη διανομή των προϊόντων τους.

Το 2007 και το 2008 ολοκλήρωσε δύο τεράστιες αυξήσεις κεφαλαίου, ύψους 817 εκατ. ευρώ και 451 εκατ. ευρώ αντιστοίχως, με τη συμμετοχή ξένων θεσμικών, αλλά και ιδιωτών επενδυτών. Μέσα από τις εξαγορές 16 εταιρειών στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια, η Alaris έγινε η μεγαλύτερη φαρμακοβιομηχανία της Ελλάδας. Η εκτίναξη της τιμής της μετοχής παρουσιάστηκε με την εξαγορά της Γερολυμάτος το 2008, μιας επιχείρησης με ισχυρό πελατολόγιο, αντί 200 εκατ. ευρώ. Η κεφαλαιοποίηση της Alaris άγγιξε το 1,3 δισ. ευρώ.



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.12:** Ιστορικές τιμές της Alaris A.B.E.E.

Στον οικονομικό τύπο και το επενδυτικό κοινό επικρατούσε ενθουσιασμός. Καθημερινά εμφανίζονταν πληθώρα φημών για ενδεχόμενες εξαγορές, συνεργασίες και επιχειρηματικά σχέδια ενός νέου κολοσσού.

Το Euro2day έγραφε στις 02/07/2007:

*«Την εξαγορά του εργοστασίου παραγωγής φυτοφαρμάκων της Bayer στο Ύψατο Βοιωτίας και την ανάληψη της κάλυψης των αναγκών της πολυεθνικής για την ελληνική αγορά, συζητά η Alapis.*

*Ειδικότερα, η Alapis σχολιάζοντας δημοσίευμα που έκανε λόγο για φήμες συνεργασίας με την Bayer αφού αναφέρει ότι διατηρεί μακροχρόνια συνεργασία με τον Όμιλο της Bayer, για την παραγωγή και διανομή κτηνιατρικών φαρμάκων στην Ελλάδα, στη Ρουμανία και τη Βουλγαρία επισημαίνει ότι βρίσκεται σε προκαταρκτικές συζητήσεις για την απόκτηση των εγκαταστάσεων που διατηρεί η Bayer Hellas ABEE στο Ύψατο Βοιωτίας.»*

Ο κος. Λαυρεντιάδης, εκμεταλλεούμενος την υπεραξία, ρευστοποίησε τις μετοχές του και τις εκχώρησε σε funds τα οποία ήθελαν να αποκτήσουν συμμετοχή στην αναπτυσσόμενη φαρμακοβιομηχανία, περιορίζοντας το ποσοστό του στο 22%. Ξαφνικά, στο τέλος του 2008 ο επιχειρηματίας παραιτείται από τη θέση τού προέδρου της Alapis. Η μετοχή της εταιρία κατακυλά. Παρόλα αυτά μέχρι και το 2010 έχει ενεργό δράση στα επιχειρηματικά σχέδια της εταιρίας. Την ίδια περίοδο στον τύπο υπήρχαν πληθώρα διφορούμενων «ερεθισμάτων», φημών.

Στην εφημερίδα Ημερησία στις 30/04/2010:

*«Χρυσός Ήλιος για την Alapis στα superbrands 2010: Στην ALAPIS απονεμήθηκε το βραβείο Χρυσός Ήλιος προς την Κορυφαία Ανερχόμενη Ελληνική Εταιρική Επωνυμία»*

Τον Ιούνιο του 2010 η Alapis προχώρησε στην πώληση οκτώ θυγατρικών με στόχο να επικεντρωθεί στον τομέα του ανθρώπινου φαρμάκου. Οι εταιρείες πουλήθηκαν αντί 144,7 εκατ. ευρώ, ποσό που μόλις κάλυπτε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας. Αγοραστές των εταιρειών αυτών ήταν οι παλαιοί τους ιδιοκτήτες, αλλά και διοικητικά στελέχη με κεφάλαια που δανείστηκαν από την Proton Bank.

Στην εφημερίδα Euro2day στις 16/12/2010:

*“Η Alapis, οι φήμες και η μεταβίβαση ...*

*Εντείνονται οι φήμες στην αγορά για επικείμενη μεταβίβαση μέρος ή του συνόλου των μετοχών που κατέχει στην Alapis ο κ. Λ. Λαυρεντιάδης.*

Οι φήμες αναφέρουν ότι ο γνωστός επιχειρηματίας μεταβιβάζει σε fund που εδρεύει στην Αγγλία το ποσοστό του (21,35%) και αποχωρεί...

Ο ίδιος φέρεται να μετακομίζει εντός των προσεχών ημερών στο Λονδίνο, ακολουθώντας την υπόλοιπη οικογένεια που έχει ήδη αλλάξει τον αέρα της ... ελληνικής κρίσης.

Μετακομίζει και ... χωρίζει με την Alapis ή όχι;

Επίσημως απάντηση δεν υπάρχει.

Αν όμως συνυπολογισθεί ότι εδώ και καιρό ο ίδιος απέσχει από την άσκηση διοίκησης και αναζητούσε αγοραστή τότε οι φήμες ακούγονται λογικές και δεν αποκλείεται εξελίξεις να υπάρξουν άμεσα.”



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

**Σχήμα 6.13:** Ιστορικές τιμές της Alapis A.B.E.E. την περίοδο 01/2010 έως 06/2010

Η φήμη επαληθεύτηκε. Συνάμα, ο ισολογισμός όμως του 2010 επεφύλασσε δυσάρεστες εκπλήξεις για τους επενδυτές. Η διοίκηση προχώρησε σε προβλέψεις 840 εκατ. ευρώ, διαγράφοντας υπεραξία εξαγορών (goodwill) και

άυλων στοιχείων, με αποτέλεσμα χρήση να κλείσει με ζημιές 931,4 εκατ. Ευρώ και να οδηγήσει την μετοχή κάτω από το 1 ευρώ.

Περίπου δύο χρόνια αργότερα, στις 26/10/2012, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε πρόστιμο συνολικού ύψους 940.000 ευρώ για παράβαση των διατάξεων περί χειραγώγησης επί της μετοχής της εταιρίας «ALAPIS A.B.E.E», σύμφωνα με το άρθρο 7 του νόμου 3340/2005, κατά το διάστημα από 4.1.2010 έως 31.5.2010.

Τα πρόστιμα επιμερίζονται ως εξής:

150.000 ευρώ στον κ. Λαυρέντη Λαυρεντιάδη,

150.000 ευρώ στην εταιρία «ALAPIS A.B.E.E»,

100.000 ευρώ στην εταιρία «GUARDIAN TRUST ΧΑΕΠΕΥ»,

100.000 ευρώ στον κ. Νικόλαο Λαζαρίδη,

100.000 ευρώ στον κ. Κωνσταντίνο Μπαλλή,

100.000 ευρώ στην κ. Αικατερίνη Παπαδοπούλου,

60.000 ευρώ στον κ. Πέτρο Παπαπέτρου, 60.000 ευρώ στην κ. Ελένη Χαραλαμπίδου,

50.000 ευρώ στην εταιρία VOSIVON HOLDINGS Ltd,

30.000 ευρώ στον κ. Νικόλαο Πράπα

30.000 ευρώ στην εταιρία «Αγγελική Παναγιωτίδου και Σια ΕΕ» τις αρχές του 2006 άρχισαν να διαρρέουν φήμες για την πραγματοποίηση μιας μεγάλης συμμαχίας.

## 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη συγκεκριμένη εργασία έγινε μια προσπάθεια να προσφερθούν νέες γνώσεις για το θέμα των φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Αναλύθηκαν οι κατηγορίες, οι τύποι και η δομή των φημών. Πραγματοποιήθηκε ο διαχωρισμός των φημών σε σχέση με τις πληροφορίες, τις ειδήσεις και το κουτσομπολιό. Επιπρόσθετα έγινε παρουσίαση των φημών και της αξίας της πληροφόρησης από τη σκοπιά την Παραδοσιακής Οικονομικής Θεωρίας.

Δόθηκε ιδιαίτερη έμφαση στον εντοπισμό των καθοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν την ένταση μιας φήμης και του τρόπου διάδοσης της. Παρατέθηκαν μελέτες σε χρηματοοικονομικές αγορές της Ευρώπης και των ΗΠΑ, τόσο εμπειρικές όσο και επιστημονικές, προκειμένου να γίνει κατανοητός ο τρόπος δράσης και οι συνέπειες των φημών.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι μια ειδική περίπτωση κατά την οποία εξελίσσονται οι φήμες, αφού κάθε δράση που λαμβάνει χώρα βασίζεται σε ειδήσεις και κρύβει έναν οικονομικό κίνδυνο. Γνωρίζοντας περισσότερα από τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά, οι φήμες είναι δυνατό να οδηγήσουν σε πραγματικά αυξημένα κέρδη. Ακόμη και αν μια φήμη αποδειχθεί ότι δεν είναι αληθινή, μπορεί να προκληθούν σοβαρές οικονομικές συνέπειες.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ένα γόνιμο έδαφος για τις φήμες. Θεωρούνται ως υποκατάστατο των ειδήσεων, κάτι που στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ιδιαίτερα κρίσιμο και σημαντικό. Συνεπώς, σε περίπτωση απουσίας ειδήσεων, κάτι απλά εφευρίσκεται. Σε μια έντονη και αγχωτική ατμόσφαιρα εργασίας όλοι είναι σε εγρήγορση. Ο φόβος ότι οι άλλοι άνθρωποι μπορεί να γνωρίζουν κάτι περισσότερο οδηγεί σε στρες και άγχος. Σε αυτές τις περιπτώσεις τα κενά σε πληροφορίες συχνά γεμίζουν οι κερδοσκοπικές σκέψεις, μια κλασική μορφή εξέλιξης της φήμης.

Οι φήμες δεν μεταδίδονται αυτόματα. Οι άνθρωποι πρέπει να μιλήσουν γι' αυτές. Με το να μιλάμε για μια φήμη υπάρχει η ελπίδα ότι θα λάβουμε μια πιο ακριβή και επικυρωμένη είδηση. Είναι σημαντικό όμως να συνειδητοποιήσουμε ότι επικοινωνώντας με άλλους εκθέτουμε τους συνομιλητές μας, αλλά και τον ίδιο μας τον αυτό, να εξετάζουν τη φήμη σαν

κάτι το σημαντικό. Αν θεωρούμε ότι κάτι δεν είναι σημαντικό, δε μιλάμε για αυτό. Οι φήμες μπορούν να εξαπλωθούν μόνο επειδή πιστεύουμε σε αυτές. Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης διαδραματίζουν έναν πολύ σημαντικό ρόλο στη διάδοση μιας φήμης, καθώς μπορούν να μεταδίδουν τη φήμη χωρίς να κρίνουν το περιεχόμενό της. Ο καθένας πρέπει να κρίνει την ακρίβεια και την εγκυρότητα μιας φήμης για τον εαυτό του.

Προκειμένου να γίνει αντιληπτός ο τρόπος διάδοσης και επιρροής των φημών παρατέθηκαν συγκεκριμένα παραδείγματα από την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, από την αρχή της ύπαρξης του Χρηματιστηρίου Αθηνών μέχρι τις μέρες μας. Έγινε εμφατικά κατανοητό πως η ελληνική αγορά είναι επιρρεπής στο να αφομοιώνει οτιδήποτε μοιάζει με είδηση. Παρατηρήθηκε πώς μετοχές εταιριών χαμηλής δραστηριότητας οδηγήθηκαν σε ακραία χρηματιστηριακή κερδοφορία, στηριζόμενες μόνο σε φήμες. Επισημάνθηκε ο καταλυτικός ρόλος και η επίδραση των μέσων μαζικής ενημέρωσης στη διάδοση των φημών και στη χειραγώγηση των μετοχών με σκοπό την κερδοσκοπία.

Όσο αφορά τις φήμες, η συγκεκριμένη εργασία, αγγίζει μόνο ένα τμήμα τους. Υπάρχουν πάρα πολλά πράγματα σχετικά με το παλαιότερο μέσο μαζική επικοινωνίας που παραμένουν ανεξερεύνητα. Θα πρέπει να αναφερθεί πως ένας πιο ενδελεχής έλεγχος της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και η πιθανή δημιουργία ενός μοντέλου μέτρησης της έντασης, του τρόπου διάδοσης και της ακρίβειας των φημών που αναπτύχθηκαν τις περιόδους που μελετά η συγκεκριμένη εργασία θα αποτελούσε ένα ενδιαφέρον πεδίο έρευνας. Τα αποτελέσματα μιας τέτοιας έρευνας θα είναι ιδιαίτερα χρήσιμα τόσο προκειμένου να γίνει ακόμα πιο κατανοητός και με μεγαλύτερη ακρίβεια ο τρόπος ανάπτυξης των φημών, όσο και να βρεθεί τρόπος ελέγχου και αξιολόγησης των.

Συμπερασματικά είναι αναγκαίο να διευκρινίσουμε πως οι φήμες τελικά δεν είναι κάτι το μυστηριώδες ή το παράλογο. Οι φήμες ακολουθούν μηχανισμούς και μπορούν να αναλυθούν.

## 8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### 8.1 Ελληνική Βιβλιογραφία

Αλεξάκης, Χ. , Ξανθάκης Μ. (2008): Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλης.

Αλεξάκης, Π., Απέργης Ν. (1997): Οι μακροοικονομικές μεταβλητές ως παράγοντες ερμηνείας της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών. Εμπειρικές έρευνες με αναφορά στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση.

Σπύρου Σ. (2009): Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Μπένου.

Φίλιππας Ν., Καραθανάσης Γ. (1990): «Παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών», 1990, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Φίλιππας Ν., Καραθανάσης Γ. (1994): Έλεγχοι Παραβίασης των Κλασικών Υποθέσεων του Υποδείγματος της Αγοράς, Σπουδαί.

Economou, F. Kostakis, A. and Philippas, N. (2010): An examination of herd behavior in four Mediterranean stock markets, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 2011, Volume 21, Issue 3, pp. 443-460.

Caporale, G. M., Economou, F. and N. Philippas. 2008. Herd Behaviour in Extreme Market Conditions: the case of the Athens Stock Exchange, Centre for Empirical Finance, Brunel University.

### 8.2 Ξένη Βιβλιογραφία

Allport, G.W., and L.J. Postman (1946): "An analysis of rumor", *Public Opinion Quarterly*, 10, 501–517.

Allport, G.W., and L.J. Postman (1947): "The Psychology of Rumor", Holt, New York.

Anderson, E.W., L.P. Hansen, and T.J. Sargent (2003): "Robustness, detection and the price of risk, Manuscript", University of Chicago.

Anderson, L.R. (2001): "Payoff effects in information cascade experiments", *Economic Inquiry*, 39, 690–615.

Anthony, S., M.E. Jaeger, and R.L. Rosnow (1980): "Who hears what from whom and with what effect", *Personality and Social Psychology Bulletin*, 6 (3), 473–478.

Banerjee, A.V. (1992): "A simple model of herd behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 107, 797–817.



Banerjee, A.V. (1993): "The economics of rumors", *Review of Economic Studies*, 60, 309–327.

Barberis, N., and R. Thaler (2003): "A survey of behavioral finance", in *Handbook of the Economics of Finance* ed. by G.M. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, pp. 1053–1123, Elsevier, Amsterdam.

Bruckner, H.T. (1965): "A theory of rumor transmission", *Public Opinion Quarterly*, 29 (1), 54–70.

Brunnermeier, M.K. (2001): "Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis and Herding", Oxford University Press, Oxford.

Dewey, J. (1997): "How We Think", Dover Publications, Mineola.

DiFonzo, N., P. Bordia, and R.L. Rosnow (1994): "Reining in rumors: Organizational Dynamics", 23 (1), 47–62.

Eguíluz, V.M., and M.G. Zimmermann (2000): "Transmission of information and herd behavior: An application to financial markets", *Physical Review Letters*, 85 (26), 5659–5662.

Esposito, J.L., and R.L. Rosnow (1983): "Corporate rumors: How they start and how to stop them", *Management Review*, 44 – 49.

Fama, E.F. (1970): Efficient capital markets: "A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, May, 383–417.

Fama, E.F. (1976): "Foundations of Finance", Basic Books, New York.

Fama, E.F. (1998): "Market efficiency, long-term returns and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, 49, 286–306.

Gorodinsky R. (2003): *Empirische Untersuchung über die Auswirkung von Gerüchten auf den Kapitalmarkt am Beispiel des deutschen Aktienmarktes*, Diploma thesis at the Technische Universität Chemnitz, Chemnitz.

Hannerz, U. (1967): Gossip, networks and culture in a Black American ghetto. *Ethnos*, 32, 35–60

Kapferer, J.-N. (1984): *Les Chemins de la Persuasion*, Dunod, Paris.

Kapferer, J.-N. (1987): *Les Rumeurs: Le Plus Vieux Média du Monde*, Editions du Seuil, Paris.

Kapferer, J.-N. (1996a): *Gerüchte: Das älteste Massenmedium der Welt*, Gustav Kiepenheuer Verlag, Leipzig.

Kapferer, J.-N. (1996b): Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications, with David Hirschleifer and Siew Hong Tesh, *Journal of Monetary Economics*, 49, 139–209.

Keynes, J.M. (1936): "The General Theory of Employment, Interest and Money", Harcourt, Brace & World, New York.

Kimmel, A.J. (2003): "Rumors and rumor control: A manager's guide to understanding and combating rumors", Lawrence Erlbaum Associates, Mahwah, NJ.

Kiyamaz, H. (2001): "The effects of stock market rumors on stock prices: Evidence from an emerging market", *Journal of Multinational Financial Management*, 11, 105–115.

Knapp, G.H. (1944): "A psychology of rumor", *Public Opinion Quarterly*, 8, 22–37.

Koenig, F.W. (1985): "Rumor in the marketplace: The social psychology of commercial hearsay", Auburn House, Dover, MA.

Kosfeld, M. (2004): Economic networks in the laboratory: A survey, *Review of Network Economics*, 3, 20–41.

Kosfeld, M. (2005): "Rumors and markets", *Journal of Mathematical Economics*, 41 (6), 646–664.

Liu, P. (1992): The impact of the insider trading scandal on the information content of the Wall Street Journal's 'Heard on the Street' column, *Journal of Financial Research*, 15, 181–188.

Liu, P., S.D. Smith, and A.A. Syed (1990): "Stock price reactions to the Wall Street Journal's securities recommendations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 399–410.

Liu, Z., J. Luo, and Ch. Shao (2001): Potts model for exaggeration of a simple rumor transmitted by recreant rumormongers, *Physical Review E*, 64, 046134-1–9.

Lo, A.W. (2004): The adaptive market hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective, *Journal of Portfolio Management*, 30, 15–29.

Lo, A.W., and A.C. MacKinlay (1990): When are contrarians profits due to stock market overreaction?, *Review of Financial Studies*, 3, 175–206.

Ludwig, A., and A. Zimper (2004): "Investment behavior under ambiguity: The case of pessimistic decision makers", Working Paper, University of Mannheim.

Luo, G. (1998): Market efficiency and natural selection in a commodity futures market, *Review of Financial Studies*, 11, 647–674.

Peterson, W.A., and N.P. Gist (1951): "Rumor and public opinion", *American Journal of Sociology*, 45, 159–167.

Pound, J., and R. Zeckhauser (1990): "Clearly heard in the street: The effect of takeover rumors on stock prices", *Journal of Business*, 63 (3), 291–308.

Ricciardi, V., and H.K. Simon (2000): "What is behavioral finance?", *The Business Education and Technology Journal*, 2 (1), 26–34.

Rose, A.M. (1951): Rumor in the stock market, *Public Opinion Quarterly*, 15 (3), 461–468.

Rosnow, R.L. (1980): "Psychology of rumor reconsidered", *Psychological Bulletin*, 87 (3), 578–591.

Rosnow, R.L. (1991): "Inside rumor: A personal journey: *American Psychologist*", 46 (5), 484–496.

Rosnow, R.L., J.L. Esposito, and L. Gibney (1988): "Factors influencing rumor spreading: Replication and extension", *Language and Communication*, 8, 29–42.

Rosnow, R.L., and G.A. Fine (1976): "Rumor and Gossip: The Social Psychology of Hearsay", Elsevier, New York.

Rosnow, R.L., J.H. Yost, and J.L. Esposito (1986): "Belief in rumor and likelihood of rumor transmission", *Language and Communication*, 6, 189–194.

Rubinstein, M. (2000): Rational markets: Yes or no? The affirmative case, Working Paper RPF-294, Haas School of Business, University of California, Berkeley.

Schindler, M. (2007): "Rumors in financial markets: insights into behavioral finance", Wiley Finance.

Schlieper-Damrich, R. (2003): Gerüchtekommunikation, <http://www.perspektivenwechsel.de/perspektivenwechsel/link05/docs/geruechtekommunikation.pdf>.

Schmeidler, D. (1986): Integral representation without additivity, *Proceedings of the American Mathematical Society*, 97, 255–261.

Schmeidler, D. (1989): Subjective probability and expected utility without additivity, *Econometrica*, 57, 571–587.

Shibutani, T. (1966): "Improvised News: A Sociological Study of Rumor", Bobbs-Merrill, Indianapolis.

Shiller, R. (2000): "Irrational Exuberance", Princeton University Press, Princeton.

Shiller, R. (2002): "From efficient markets theory to behavioral finance, Cowes Foundation Discussion Paper no. 1385, Yale University.

Shiller, R. (2003): “From efficient markets theory to behavioral finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 83–104.

Simon, H. (1982): “Models of Bounded Rationality”, MIT Press, Cambridge, MA.

Trojani, F., and P. Vanini (2004): “Robustness and ambiguity aversion in general equilibrium”, *Review of Finance*, 2, 279–324.

Van Bommel, J. (2003): “Rumors”, *The Journal of Finance*, 58 (4), 1499–1519.

Von Mises, L. (1996): “Human Action”, 4th revd edn, Fox & Wilkes, San Francisco.

Wärneryd, K.-E. (2001): “Stock-Market Psychology, How People Value and Trade Stocks”, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

Zivney, T.L., W.J. Bertin, and K.M. Torabzadeh (1996): Overreaction to takeover speculation, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 36 (1), 89–115.

### 8.3 Διαδικτυακοί Ιστότοποι

<http://www.reporter.gr/>

<http://www.euro2day.gr/>

<http://www.bankingnews.gr/>

<http://www.capital.gr/>

<http://www.kerdos.gr/>

<http://www.imerisia.gr/>

<http://www.kathimerini.gr/>

<http://www.tovima.gr/>

<http://www.isotimia.gr/>

<http://www.naftemporiki.gr/>

<http://www.hcmc.gr/>

<http://www.ase.gr/>

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

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

## 9. ΣΧΗΜΑΤΑ

<b>Σχήμα 3.1</b>	Δομή των εννοιών, ειδήσεων, πληροφοριών και φημών	24
<b>Σχήμα 3.2</b>	Ιδιότητες φημών, πληροφορίες και κουτσομπολιό	26
<b>Σχήμα 4.1</b>	Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	32
<b>Σχήμα 4.2</b>	Έξι τύποι φημών	36
<b>Σχήμα 4.3</b>	Κατηγορίες φημών στις χρηματοπιστωτικές αγορές	36
<b>Σχήμα 5.1</b>	Πρότυπα των φημών & αναμενόμενες επιπτώσεις μετάδοσης τους	55
<b>Σχήμα 5.2</b>	Ταξινόμηση των φημών & αναμενόμενες επιπτώσεις μετάδοσης τους	55
<b>Σχήμα 6.1</b>	Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών 03/01/1990 έως 03/01/2012	62
<b>Σχήμα 6.2</b>	Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών 02/01/1989 έως 02/01/1992	69
<b>Σχήμα 6.3</b>	Η πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών 13/10/1986 έως 13/04/2002	69
<b>Σχήμα 6.4</b>	Ιστορικές τιμές της Κλωνατέξ	71
<b>Σχήμα 6.5</b>	Ιστορικές τιμές της Κλωνατέξ την περίοδο 06/1999 έως 03/2000	72
<b>Σχήμα 6.6</b>	Ιστορικές τιμές της Sciens Συμμετοχών την περίοδο 11/1999 έως 06/2000	74
<b>Σχήμα 6.7</b>	Ιστορικές τιμές της Sciens Συμμετοχών	75
<b>Σχήμα 6.8</b>	Ιστορικές τιμές της μετοχής Αθηναϊκές Συμμετοχές	77
<b>Σχήμα 6.9</b>	Τιμή της μετοχής Αθηναϊκές Συμμετοχές, του Γενικού Δείκτη Τιμών και του Κλαδικού Δείκτη Συμμετοχών στο ΧΑΑ	79
<b>Σχήμα 6.10</b>	Ιστορικές τιμές της Γενικής Τράπεζας την περίοδο 01/2006 έως 06/2006	80
<b>Σχήμα 6.11</b>	Ιστορικές τιμές της Γενικής Τράπεζας	81
<b>Σχήμα 6.12</b>	Ιστορικές τιμές της Alapis A.B.E.E.	82
<b>Σχήμα 6.13</b>	Ιστορικές τιμές της Alapis A.B.E.E. την περίοδο 01/2010 έως 06/2010	84