

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	1
Indledning	2
Problemformulering	3
Metode	4
Begrebsforklaring	6
Rationalitet	6
Metodisk individualisme	7
Bobler	7
Redegørelse	9
John Maynard Keynes	9
Eugene Fama	13
Pluralistisk ignorance	17
Informationskaskader	19
Analyse	22
John Maynard Keynes	22
Eugene Fama	25
Pluralistisk ignorance og informationskaskader	29
Diskussion	31
Pluralistisk ignorance hos Keynes og Fama	31
Informationskaskader hos Keynes og Fama	32
Teoriernes vinkler	34
Rationalitetsovervejelser	35
Bobler	36
Konklusion	37
Bibliografi:	40
Bøger:	40
Artikler:	40
Hjemmesidereferencer:	40

Indledning

Der bliver ofte talt om de syv gode år og syv magre år inden for økonomi, hvilket er blevet en tendens i samfundet. De syv år stammer fra 1. Mosebog, hvor Gud ville give Egypten syv år med god høst og derefter syv år med tørke, og dermed lære faraoen at spare op til de magre år. I de mere nutidige kriser har de syv gode år ofte været den opbyggende periode efterfulgt af en *turnover* med syv dårlige. Håndteringen af de forskellige kriser igennem årene har været kendetegnet af de forskellige økonomiske teorier der var herskende på det givne tidspunkt. Historisk er statsindgreb gradvist blevet mere udbredt for at dæmpe den aktuelle krises virkninger og eskalering, hvilket vi også har set i den nyeste krise, hvor den europæiske centralbank og den amerikanske pendant, FED, har sat renten ned til nogle historisk lave niveauer for at blive ved med at give incitament til investeringer og derved holde hjulene i gang.

Bernard Baruch, en anerkendt investor på Wall Street i starten af 1900-tallet, som senere blev rådgiver for præsidenterne Thomas Woodrow Wilson og Franklin D. Roosevelt, udtalte d. 15. november 1929, at “financial storm has definitely passed” (MarketWatch), hvilket efterfølgende viste sig at være noget af en misforståelse. Baruch var bare en ud af mange fagfolk der tog fejl angående omfanget af 1930’ernes depression. Efterfølgende, helt indtil 1933, faldt Dow Jones-indekset med cirka trefjerdedele og blev derved banket tilbage til niveauet 20 år forinden.

Igennem de seneste 100 år har der været flere økonomiske kriser, hvor en boble har brast og forårsaget alvorlige økonomiske efterdønninger. Som i Baruch-eksemplet kan selv en af de værste kriser i den monetære økonomihistorie komme bag på de fleste fagfolk. Hvorfor kan så store kriser ikke forudses af professionelle økonomer? De forskellige kriser har mange fælles træk, f.eks. eskaleringen af aktieprisniveauet der er en afledning af et overkøbt marked. Et overkøbt marked er hvor der er flere købere end sælgere på markedet, hvilket er et simpelt spørgsmål om *supply* og *demand*, hvor en stor efterspørgsel presser priserne op. Oftest bliver en hurtigt voksende økonomi skudt i sæk på kort tid, og oftest af de samme tendenser der har bygget den op, tendenser såsom øget grad af investering herunder spekulation og en stigende optimisme på endnu bedre tider. Efter boblen er sprunget bliver tiderne, i

stedet for optimisme og højkonjunktur, udskiftet af en lang periode af lavkonjunktur og højere arbejdsløshed.

Aktualiteten af krisen der startede i 2007 viste igen, hvor pludseligt en økonomisk krise kan opstå og have vidtrækkende konsekvenser for store dele af verdenen. Denne aktualitet har gjort det interessant at fokusere på de tendenser der skaber en finansiel krise, heriblandt bobleeffekten samt de adfærdsreaktionsmønstre, som folk handler under. Der laves ofte sammenligninger mellem den seneste krise og krisen i 1929, selvom forholdene har ændret sig meget i den periode. Globaliseringen, og ikke mindst internettet har gjort det meget nemmere at handle med aktier og anskaffe sig information, også for private investorer. Blandt andet har danske Saxo Bank gjort meget af den information og teknik, som professionelle tidligere har haft patent på, tilgængelig for private investorer, og til en pris som er kraftigt under den tidligere. For at skabe en forståelse for det grundlæggende i investering vil projektet anvende teorier fra blandt andet John Maynard Keynes og Eugene Fama.

Projektet vil forsøge at se en krise fra en filosofisk vinkel, blandt andet ved at undersøge begreberne *pluralistisk ignorance* og *informationskaskader* nærmere, og derved belyse de spekulative tendenser der har spredt sig til hele samfundet, lige fra de store markedskræfter til de private investorer. Det har derfor ledt os hen til denne problemstilling som kan hjælpe med at anskueliggøre hændelsesforløbet i skabelsen af en boble:

Problemformulering

Hvordan belyser John M. Keynes' *General Theory of Employment, Interest and Money* og Eugene Famas *Efficient Capital Markets* finansielle boblers opståen og udvikling, og hvordan kan pluralistisk ignorance og informationskaskader have haft indflydelse?

Metode

Projektets formål er at belyse, hvilke faktorer der kan forårsage finansielle bobler og den udvikling der er forbundet dermed. Områder hvorpå man kan afdække spørgsmålet om finanskriser og boblers opståen er tilnærmelsesvis uendelige, hvorfor det, for at afgrænse projektets omfang, er valgt at have fokus på investering. Samtidigt er fokus også på de forskellige informationer og rationaler som ligger til grund for boblers opståen. Herunder vil det blive forsøgt konkretiseret, hvorfor individer investerer, hvilke grader af information der investeres på baggrund af, samt hvad disse investeringer kan medføre af konsekvenser for markedet. Det er altså målet ikke kun at undersøge de økonomiske bevæggrunde til udviklingen, men også at inddrage et psykologisk aspekt.

For at give det bedst mulige overblik, vil projektet blive bygget op af tre hoveddele, først en redegørende del, dernæst en analyserede del, som vil danne grundlag for den sidste del, den diskuterende del af de brugte teorier og begreber. Slutteligt vil være en konklusion på projektets indhold og dets problemfelt. Analysen vil tage udgangspunkt i tre gennemgående begreber – bobler, rationalitet og information – og forskellige antagelser herom. For at give en klarere forståelse af hvilke definitioner af begreberne projektet vil operere med, vil der indledningsvis være et begrebsforklarende afsnit. Det begrebsforklarende afsnit vil tydeliggøre hvilke meninger af de forskellige begreber der tages udgangspunkt i.

I redegørelsen vil der blive taget fat på tolvte kapitel af John Maynard Keynes' *General theory of employment, interest and money* (General Theory), hvilket har hovedfokus på langsigtede investeringer, samt Eugene Famas artikel *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* (ECM) som vedrører hvorvidt pris fuldt ud afspejler den tilgængelige information. Det koncentrerede fokus på kapitel tolv (The State of Long-Term Expectation) i General Theory er valgt, da det giver en forståelse af menneskets incitament til at investere, samt hvorledes indsigt i informationen vedrørende et givent marked kan være bestemmende for en investeringsbeslutning og dennes udfald. Spørgsmålet om informations rolle er også hvad Famas ECM omhandler, og er derfor hensigtsmæssigt i forhold til den senere analyse. Artiklen fra 1970 opstiller flere grader af information, og drøfter hvordan disse grader er afgørende for fastsættelsen af en akties pris.

Det er valgt at benytte Keynes' og Famas teorier for at skabe en grundlæggende substansforståelse for hvilke overvejelser, der kan ligge til grund for at analysere markedet med henblik på investering. Disse to teoretikere er valgt grundet de var nogle af de første til at belyse disse emner, og ligeledes været grundlag for økonomiske handlinger helt op til i dag. Det er interessant at belyse den substantielle, teoretiske begrundelse for hvorfor individer handler som de gør, og hvilke konsekvenser det efterfølgende kan medføre. En fastslåen af de grundlæggende parametre kan derfor senere hen skabe rammen for en empirisk analyse af enkelte tilfælde. Det er altså fravalgt at lave en analyse af specifikke aktier eller en bestemt boble på den baggrund, at en sådan empirisk analyse først ville være relevant efter en teoretisk analyse, samt uden for processens omfang til at kunne blive effektueret optimalt. Projektet vil tage fat på hvilke former for rationalitet og information henholdsvis Keynes og Fama udtrykker, samt hvilke konsekvenser forskellige investeringsforhold kan få for markedet. Keynes' og Famas teorier bliver derved anskueliggjort gennem disse begreber, da en distinktion og komparativ sammenligning vil kunne give yderligere svar på boblers opståen. Ligeledes er det valgt, som bidrag til at danne et nuanceret billede af den menneskelige adfærd, der kan være baggrund for investeringsbeslutninger, at inddrage de to socialpsykologiske begreber pluralistisk ignorance og informationskaskader. Disse beskriver hvorledes individer tendenserer til at følge massernes holdning, hvilket netop er valgt, da det ligger i god forlængelse af Keynes' og Famas syn på bobler, rationalitet og information. Både pluralistisk ignorance og informationskaskader er baseret på empiriske eksperimenter, hvor der er blevet opstillet hypoteser omkring individets adfærd. Den pluralistiske ignorance er blevet empirisk testet i flere forskellige situationer blandt andet bystander-effekten og studerendes adfærd i et klasseværelse, som vil blive omtalt yderligere i projektet. I og med den pluralistiske ignorance hovedsageligt er blevet empirisk testet i situationer der omhandler adfærd i det offentlige rum, vil projektet teste om fænomenet kan være gyldigt i økonomisk regi. Informationskaskader har rent empirisk en mere økonomisk baggrund end den pluralistiske ignorance, og det er derfor oplagt at benytte i forhold til det økonomiske område projektet vil bevæge sig i.

Ved at undersøge Keynes' og Famas teorier fra et socialpsykologisk synspunkt, belyser projektet psykologiforståelsens vigtighed for markedet. Havde det derimod været en matema-

tisk indgangsvinkel til emnet, ville den pluralistiske ignorance og informationskaskaderne ikke at have været relevante at benytte. Herunder kunne det også være interessant at analysere den medierede kommunikation, som kan påvirke en investeringsbeslutning, for at skabe en endnu bredere indsigt i menneskets bevægelsesmønstre hvad angår investeringer. En empirisk kommunikationsundersøgelse i form af et spørgeskema eller feltarbejde kunne have været et input i en sådan analyse. Undersøgelsen kunne indeholde tests af egne hypoteser i forhold til informationsfænomenerne med en mere økonomisk tilgang end hvad teorierne som udgangspunkt bygger på.

Begrebsforklaring

Rationalitet

Udgangspunktet for en grundlæggende opfattelse af rationalitet med et økonomisk perspektiv er ofte kædet sammen med *homo economicus*, også kaldet *economic man*. Adam Smith skriver i sit værk *The Wealth of Nations*: ”It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker that we expect our dinner, but from their regard to their own interest” (Smith 1903: 11), og fastslår derved at folk handler ud fra egen personlig nytte. I rationel investeringshenseende er det derfor vigtigt, for at generere størst muligt overskud, at andre folks holdninger og ydre faktorer ikke spiller ind i den pågældende stillingtagen. Ligeledes bruges *rational choice* som udgangspunktet til at forklare optimeringen af egennytte, og at det følgelig kun er sin egen nytte som tages stilling til. Det kræver dog ideelt set at individerne har fuldstændig information om alle valgalternativer, hvilket vil være meget omfangsrigt og nærmest umuligt i praksis. Denne mangel på fuldstændig information er hvad Herbert A. Simon tager højde for i sit værk, *Administrative behavior: A study of Decision-making Processes in Administrative Organizations* (1947), hvor han bringer begrebet *bounded rationality* ind for at forklare, at individer har en begrænsning når de maksimerer deres valg. Det er derfor ifølge Simon mest rationelt at foretage valg, som man inden for rammerne i form af tid og tilgængelige information, har mulighed for (Hvid Jacobsen, Lippert-Rasmussen & Nedergaard 2010: 308).

Traditionelt har økonomer været præget af hvad Simon kalder *substantive rationality*, men i nyere tid er der sket en ændring i tankegangen og psykologien har fået en større rolle, hvilket han betegner *procedural rationality* (Simon 1976: 65). Den substantive rationalitet er ifølge Simon opnåelse af et givent mål som er inden for de begrænsede rammer. En økonomisk optimering er altså målet der skal findes den bedste løsning til. Der er to fundamentale antagelser som ligger til grund for den klassiske økonomis analysemetode. Først, at den økonomiske aktør har et unikt mål, for eksempel profitmaksimering, dernæst at den handlende er substantiv rationel. Da disse antagelser ikke var blevet udfordret, var der ikke noget der talte for at en investor skulle begynde at tage højde for psykologien om menneskers valg og handle procedural-rationelt. Simon anfægtede denne mangler og introducerede psykologien til økonomien med begrebet *procedural rationality*. Definitionen på Simons begreb er når en række overvejelser ligger til grund for en handling. Det er derfor procesafhængigt hvilken handling der i sidste ende er rationel. En erkendelse af begrænsninger for et givent valg og en filtrering af den tilgængelige information er centralt for den proceduelle rationalitet, og det er således processen i at nå målet der afgør rationaliteten. Det er dog for omkostningsrigt at indsamle alt relevant data til at kunne lave en perfekt optimering, hvorfor den bedste beslutning må tages ud fra begrænsede muligheder.

Metodisk individualisme

Den tyske økonom og sociolog, Max Weber, samt den østrigske skole inden for økonomi med Carl Menger i spidsen mente grundlæggende, at samfundsvidenskabelige forklaringer burde baseres på enkeltindivider, da det er disse som handler aktivt. Det bliver imidlertid en plausibel analysemetode at drage konklusioner ud fra gruppeadfærd, forudsat at individets grupper har samme handlingsmønster, hvilket kaldes for *princippet om metodisk individualisme* (Hvid Jacobsen, Lippert-Rasmussen & Nedergaard 2010: 305).

Bobler

Økonomiske bobler grundlægges af forskellige årsager, derfor præciseres dette fænomen nærmere, og vil igennem dette projekt være tolkningen. En finansiel krise kan være forårs-

get af forskellige typer bobler i økonomien, såsom bolig-, aktie-, spekulations- eller internetbobler. Basalt set opstår en boble ved, at priserne og volumenerne stiger kraftigt, alt imens disse stigninger ikke hænger sammen med de indre værdier. Det gør, at når et *peak point* nås, ser man boblen briste og drastiske fald på markedet forekommer. Disse kraftige stigninger sker på grund af troen på fremtiden, hvor folk, fejlagtigt, tror at priserne vil fortsætte med at stige. Samtidigt med at renten var lav, og bankernes villighed til at låne penge stor, gjorde det at der i den nuværende krise var et overtal af folk der gerne ville købe huse. Når det sker, at folk har en tendens til at investere, og man tilsyneladende ikke har noget at miste, som det virkede som før krisen i 2007, skabes et kunstigt niveau, og boblen brister efterfølgende meget kraftigt.

Charles P. Kindleberger forklarer boblefænomenet med fem stadier, fra opbygningen til hvor den brister:

- Displacement: Some change in economic circumstances creates new and profitable opportunities for certain companies.
- Euphoria or overtrading: A feedback sets in whereby rising expected profits lead to rapid growth in share prices.
- Mania or bubble: The prospect of easy capital gains attracts first-time investors and swindlers eager to mulct them of their money.
- Distress: The insiders discern that expected profits cannot possibly justify the now exorbitant price of the shares and begin to take profits by selling.
- Revulsion or discredit: As share prices fall, the outsiders all stampede for the exits, causing the bubble to burst altogether. (Kindleberger 1996: 12-16)

Redegørelse

John Maynard Keynes

Det er i projektet valgt at redegøre for tolvte kapitel af John M. Keynes' *General Theory of Employment, Interest and Money* for at skabe en forståelse af hvilke omstændigheder der investeres ud fra. Kapitlet med titlen 'The State of Long-Term Expectation' beskriver hvorledes langsigtede investeringer adskiller sig fra de kortsigtede, hvilke ofte tendenserer til at have et hurtigt afkast for investor som primært mål. Hvad angår langsigtede investeringer kan de være noget mere komplekse at forudsige. Der er flere faktorer medvirkende til, at "the prospective yield of an asset" (Keynes 1936: 147) – det forventede afkast af en investering, ikke nødvendigvis stemmer overens med det faktiske resultat. Keynes adskiller investeringsmetoden mellem kort og lang sigt ved at opdele *speculation* og *enterprise*. Spekulation omhandler at forudse markedets psykologi og kendetegner de kortsigtede investeringer, mens enterprise er "the activity of forecasting the prospective yield of assets over their whole life" (Keynes 1936: 158), hvilket jævnfør Keynes bliver gjort fra egen indtjening. Da det er langsigtede investeringer skabt af penge, investorerne reelt ikke har råd til at tabe, er "the position (...) serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation" (Keynes 1936: 159). I dette tilfælde vil en boble skabt af kortsigtet spekulation have store konsekvenser for de langsigtede investeringer.

Ved *long-term*-investeringer forestiller investorer sig, at "the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change" (Keynes 1936: 152). Dette er ikke ensbetydende med, at vi blindt stoler på, at verden ikke vil ændre sig, men vi forestiller os, at valueringen af markedet er korrekt, og i relation med vores eksisterende kendskab til faktorer der kan ændre markedet. Dette er hvad Keynes kalder for en konvention, der opretholdes i takt med hver investors individuelle overbevisning om konventionens stabilitet. Hvis hverken den nærliggende fortid eller den øjeblikkelige nutid viser tegn på ændringer i fx realløn, vil fremtiden synes forudsigelig. Keynes mener dog, at konventionen bliver stadig mere ustabil i takt med stigningen i antallet af enkeltpersoner der investerer, som ikke har den fornødne viden omkring omstændighederne vedrørende investeringer. En sådan enkelt, privat investor omtaler Keynes som et "ignorant indi-

vidual” (Keynes 1936: 154). De professionelle investorer handler oftest med kortsigtede investeringer baseret på forudsigelser om ændringer i konventionen, mens de private vælger langsigtede. Det er således spekulation, der er de professionelles strategi, hvorimod de ignorante individer forsøger ved enterprise at forudse deres investerings afkast for hele dens levetid. Det er på sin vis ikke fornuftigt at investere, hvis investor ikke besidder tilstrækkeligt med viden til fyldestgørende at kunne forudse markedet, men når det gøres er det samtidigt bedst at handle ud fra hvor man har mest viden. Keynes siger, at et ”large number of ignorant individuals is liable to change” (Keynes 1936: 154) den konventionelle valuering, især når en stabil fremtid ikke synes realistisk, til trods for, at der ikke er noget til grund for en ændring. I disse tilfælde vil optimister og pessimister trække i markedet fra hver sin side, ”which are unreasoning and yet in a sense legitimate where no solid basis exists for a reasonable calculation” (Keynes 1936: 154).

Skellet mellem de professionelle og de privates handlemønstre kan ses i Keynes’ eksempel om avisers skønhedskonkurrencer. De der stemmer bliver bedt om at udvælge hvad gennemsnittet vil vælge, hvis de havde hundrede billeder og skulle udvælge de seks smukkeste kvinder. Der er flere niveauer at vælge ud fra, hvor første niveau er den subjektive holdning, mens andet niveau er hvad man tror andre vælger, og tredje niveau er hvad man tror, andre tror, gennemsnittet vil vælge. For hvert niveauspring kommer man et spadestik dybere, og det bliver en mere og mere kompleks tankegang. Det lette valg er selvfølgelig at tage dem man selv synes er de smukkeste, men hvis man selv er uden for normen vil man med stor sandsynlighed ramme ved siden af. Vinderen af konkurrencen er således den person, der har stemt på den, som flertallet har stemt på. På samme måde gælder det for de professionelle aktiehandlere, der vinder på at vælge den aktie, som stiger mest i kraft af, at andre tror, at gennemsnittet vil vælge den. Omvendt kan det siges om enkelte, uvidende investorer, at de blot vælger ud fra hvad de selv mener vil lønne sig bedst.

Ifølge Keynes er det dog ikke udelukkende hvad og hvor meget vi ved eller er informeret om et marked, der afgør vores forventning, men også i hvilken grad vi tror på vores kendskab. En forudsigelse om fremtidige ændringer præger forventningen til en investering, som ”also depends on the *confidence* with which we make this forecast” (Keynes 1936: 148). Hersker der, som Keynes eksemplificerer, en forventning om større forandringer men intet

præcist kendskab til grundlaget for sådanne ændringer, da vil niveauet af *confidence* eller tillid være lavt (Keynes 1936: 148). Det kan synes irrationelt at forvente sig noget af fremtiden, hvis ikke man kan gøre sig klart, hvad der skulle forårsage fremtidige forandringer. Men i overensstemmelse med konventionsidéen om ingen større udsving medmindre en specifik grund hertil skulle gøre sig gældende, ”thus investment becomes reasonably 'safe' for the individual investor over short periods, and hence over a succession of short periods however many, if he can fairly rely on there being no breakdown in the convention” (Keynes 1936: 153). For den enkelte investor forekommer en investering således sikrere end det faktisk er tilfældet, idet der ikke er fyldestgørende – og sandsynligvis simpelthen ikke kan være – belæg for den udvikling der stoles på. Februar-udgaven af *The Quarterly Journal of Economics* fra 1937 bestod blandt andet af Keynes’ bidrag ’The General Theory of Employment’. Heri forklarer han, hvorfor investeringsbeslutninger bliver taget, det usikre grundlag til trods, da ”the necessity for action and for decision compels us as practical men to do our best to overlook this awkward fact” (Keynes 1937: 214).

Keynes opstiller tre teknikker, som gør os i stand til at agere på en måde ”which saves our faces as rational, economic men” (Keynes 1937: 214). Den første er, at vi vælger at nutiden skal guide os til at forudse fremtiden, ved ikke at undersøge tidligere tilstande, og dermed blinder os selv fra at se hvordan fortiden vil kunne påvise en mulig udvikling. Anden teknik er lidt i forlængelse heraf, idet vi antager, at det eksisterende niveau er sat korrekt i forhold til fremtidige ændringer. Vi stoler således på at priser og output afspejler markedsudsigten, hvilket først skifter karakter når noget nyt dukker op, hvilket er i overensstemmelse med den konvention, som Keynes mener vi følger. Ligeledes følger vi, ved den tredje fremhævede teknik, majoriteten, når vi gør brug af ”conventional judgment” (Keynes 1937: 214). Ved dette skal forstås, at hvert enkelt individ erkender, at egen dømmekraft ikke er tilstrækkelig, hvorfor ”we endeavor to conform with the behavior of the majority or the average” (Keynes 1937: 214). Som det vil blive vist senere i projektet er et sådant beslutningsgrundlag meget naturligt, om end også forbundet med usikkerhed.

En yderligere forklaring på hvorfor mennesker investerer, uden sikker basis for at vide hvad fremtiden bringer, kan ses i Keynes’ generelle psykologiske antagelse om menneskets adfærd. Han nævner, at mennesket af natur er drevet af den mulige glæde der er forbundet

med at tage chancer, og at de fleste af dets beslutninger er baseret på en ”spontaneous urge to action rather than inaction” (Keynes 1936: 161). Dette behov for at gøre, frem for at lade stå til, betegner Keynes som menneskets *animal spirit*, og den er medvirkende årsag til, at ”our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation” (Keynes 1936: 161). Hvis vi udelukkende handlede ud fra kolde kalkulationer, som Keynes kalder det, ville incitamentet til at investere begrænses betragteligt. Han mener, at ”business men play a mixed game of skill and chance, the average results of which to the players are not known” (Keynes 1936: 150), og at denne drivkraft til, i praksis at gamble med egne midler, ikke ville finde sted, såfremt beslutninger blev truffet udelukkende ud fra matematiske kalkulationer. Generelt er det dog ikke muligt i Keynes’ optik fuldt ud at udregne matematiske forventninger om fremtiden, selv om man tager tidligere erfaringer og nutidens stadie i betragtning. Derfor tvinges mennesket, der af natur er drevet til at agere, til at vælge ud fra en usikker afsats – eller med Keynes’ egne ord:

It is our innate urge to activity which makes the wheels go round, our rational selves choosing between the alternatives as best we are able, calculating where we can, but often falling back for our motive on whim or sentiment or chance (Keynes 1936: 163).

Spillelysten trækker således i det handlende menneske til trods for den usikkerhed, som spillet indeholder, idet hverken forløb eller udfald kan forudses korrekt. I takt med en så usikker baggrund vil holdningen til fremtidige forventninger ligeledes være følsomme over for ny information eller nye begivenheder. Ved at stole på konventionen og følge majoriteten skabes håb og frygt på et yderst ustabil grundlag, da en enkelt strømning vil kunne brede sig og derved få den eksisterende investeringsforventning til at kollapse.

Eugene Fama

Eugene Fama udgav i maj 1970 sin artikel *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Værket blev udgivet i det videnskabelige tidsskrift *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2 (Fama 1970: Forside). Fama fremsætter i artiklen hvad det ideelle for den økonomiske aktieverden er, hvilket er hvor priserne på markedet er et præcist signal for virksomhedens værdi. Det betyder, at virksomheder kan lave investeringsbeslutninger med den formodning, at prisen fuldt ud afspejler den tilgængelige information. Når markedets priser fuldt ud afspejler den tilgængelige information, kalder Fama markedet *efficient* (Fama 1970: 383). Al den empiriske litteratur der understøtter teorien, er enten implicit eller eksplicit baseret på formodningen om, at markedsligevægten kan fastslås i form af forventede afkast (Fama 1970: 414). At prisen fuldt ud reflekterer den tilgængelige information skal også defineres, da der findes mange forståelser af samme udtryk. Fælles for alle forståelserne er denne ligning:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1}|\phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1}|\phi_t)]p_{j,t}$$

E er den forventede værdi operator, $p_{j,t}$ er prisen for værdipapir, j på tidspunkt t , $\tilde{p}_{j,t+1}$ er prisen ved tid $+1$ med geninvestering af en vilkårlig mellemliggende kontant indkomst fra værdipapiret. $\tilde{r}_{j,t+1}$ er en periodes procentvise afkast, ϕ_t er et symbol for et vilkårligt sæt information der antages for, at fuldt ud reflekteret i prisen i tidspunkt t . Slutteligt er tilde (\sim) en indikation for, at $\tilde{p}_{j,t+1}$ og $\tilde{r}_{j,t+1}$ er tilfældige variable ved tidspunkt t . Ligevægtsværdien af det forventede afkast $E(\tilde{r}_{j,t+1}|\phi_t)$ hvilket afspejles i den basale information ϕ_t , der vil blive afgjort af den enkelte forventede afkasts teori, som er anvendt.

Den betingede forventnings notat af ligningen skal antyde, at lige meget hvilken forventet afkastsmodel der antages at gælde, vil informationen ϕ_t være maksimalt anvendt for at bestemme ligevægts forventede afkast. Det er dette der menes når ϕ_t er fuldt ud reflekteret i $p_{j,t}$ (Fama 1970: 384).

Fama opstiller tre informationsgrader: den første, *strong-form* kigger på hvorvidt individuelle investorer eller grupper har monopolistisk adgang til hvilken som helst relevant information om prisdannelsen. *Weak form* tester informationens delmængde af fortidens priser og

retur-sekvenser. Til sidst tester *semi-strong form*, om prisen bliver justeret i forhold til offentligt tilgængelig information (Fama 1970: 414). Den tester også hastigheden for hvor hurtigt prisjusteringen finder sted (Fama 1970: 388).

Et forsøg på at udføre *semi-strong*-testen i praksis ses i undersøgelsen af Fama, Fisher, Jensen og Roll (herefter omtalt som Fama et al.), hvori indsamlet data for 940 forskellige aktiesplit i årene 1927 til 1959 på N.Y.S.E anvendes. Denne data viser de kumulative gennemsnitlige residualer. Et aktiesplit forstås som en opdeling af aktier i mindre dele uden ændring af firmaets markedsværdi. Altså hvis der laves et 2:1 aktiesplit vil det sige at hvis der før var 100 aktier til en værdi af 50 kroner, er der efterfølgende 200 aktier til en værdi af 25 kroner. Fama et al. mener, at prisen omkring et aktiesplit skyldes mere fundamentale faktorer end hvad der tidligere har været antaget. De mente at dividenden også har en indvirkning, selv om den reelt ikke burde blive påvirket af et aktiesplit (Fama 1970: 415).

Et aktiesplit har ikke nødvendigvis en masse information i sig selv, men der opfattes oftest, at man kan fortolke brugbar information ud af et aktiesplit. Fama et al. har en teori om informationen i et aktiesplit, hvor de mener, at når et split er meddelt så opfatter markedet det som et tegn på, at virksomhedens bestyrelse forventer, at fremtidige indtjening vil kunne opretholdes og udbyttebetalinger muligvis kan nå et højere niveau (Fama 1970: 407). Det kan være fordi virksomheder oftest laver et aktiesplit i ekstra gode tider, altså i tider hvor aktiekursen er steget til mere end den plejer at være på markedet (Fama, 1970: 406-407).

Fama et al. udviklede en ligning der kan vise unormale udsving i værdipapirers afkast ved aktiesplit.

$$u_m = \sum_{j=1}^N \frac{\hat{u}_{jm}}{N}$$

Ligningen viser den gennemsnitlige, u_m , og det kan forstås som den gennemsnitlige afvigelse af afkast for aktiesplit i forhold til normalen. \hat{u}_{jm} er den resterende tilbagegang for værdipapir j i måned N .

$$U_m = \sum_{k=-29}^m u_k$$

U_m skal forstås som den samlede afvigelse fra måned -29 til måned m . De to ligninger sættes op mod hinanden, og i de tre grafer for stigning, fald, intet på næste side ses tre mulige udfald efter et aktiesplit. Det viser enten en stigning, fald eller ingen ændring, hvor 0 er den måned hvor aktiesplittet sker, 1 er den efterfølgende måned og -1 er måneden før aktiesplittet. En stigning (figur 1b) er hvor den procentvise ændring i udbytte på et aktiesplit, i året efter opdelingen, er større end den procentvise ændring for hvad gennemsnittet er på N.Y.S.E året efter opdelingen. Et fald (figur 1c), er det modsatte af stigningen, altså udbytteudbetalingen faldet procentvist mere end gennemsnittet på N.Y.S.E (Fama 1970: 405). Ifølge Fama er der stigning i udbytte efter et aktiesplit i 71,5% af tilfældene (Fama 1970: 407). Selvom der egentlig tages data fra 29 måneder før aktiesplittet, er det kun omkring ti procent af tilfældene, hvor tiden mellem annonceringen og de faktiske datoer for et split er større end fire måneder (Fama 1970: 406). Dermed kan de store prisstigninger i månederne umiddelbart forud for et split, ses som en ændring i forventningerne om det fremtidige indtjeningspotentiale af virksomheden, snarere end en egentlig effekt af splittet selv (Fama 1970: 407). Residualer bliver brugt i denne statistiske analyse, som forskellen mellem den forudsagte værdi og den observerede værdi af en stokastisk variabel (Den Store Danske: Residualer). Det faktum, at de kumulative gennemsnitlige residualer for stigningen i udbyttet går opad (figur 1b), men kun en smule i året efter splittet, er i overensstemmelse med hypotesen, at når splittet er erklæret, er der en prisjustering i forventningen om at fremtidige udbytte stiger. Men adfærdsmønstret for aktiesplit forbundet med 'fald' i udbyttet giver endnu stærkere bevis for aktiesplithypotesen. De kumulative gennemsnitlige residualer for disse aktier (figur 1c) vil stige i de få måneder før splittet, men falder derefter drastisk i de få måneder efter opdelingen, når det forventede stigende udbytte ikke er forestående. Et år efter splittet er den kumulative, gennemsnitlige resterende værdi faldet til der hvor den var fem måneder inden splittet. Dette er sandsynligvis det tidligste tidspunkt, at pålidelig information om et split vil nå markedet. Adfærden i post-split afkast har et meget forskelligt udfald for om hvorvidt udbyttet er stigende på grafen. På trods af, at størstedelen oplever stigninger i dividende efter et aktiesplit, er der ikke nogen netto kumulativt gennemsnitlig stigning eller fald i residual (Fama 1970: 407).

Figur 1: (Fama 1970, 406)

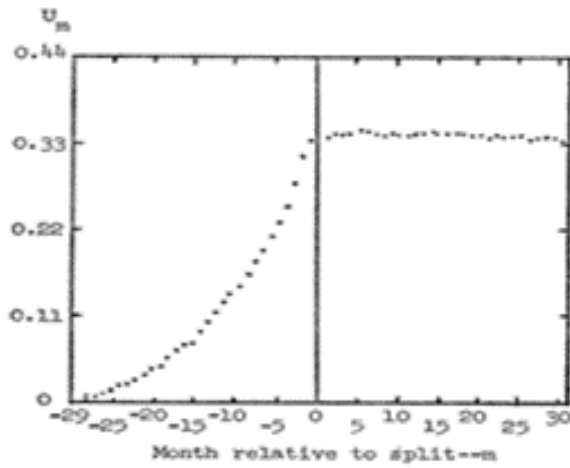


FIGURE 1a
Cumulative average residuals—all splits.

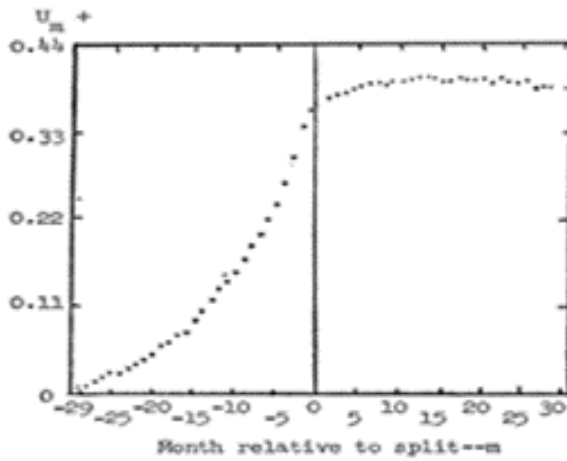


FIGURE 1b
Cumulative average residuals for dividend
"increases."

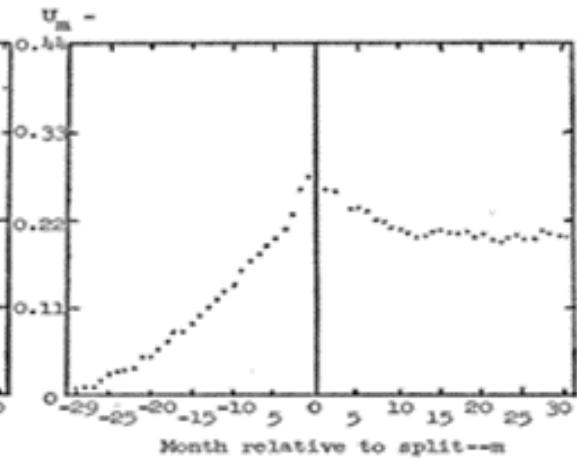


FIGURE 1c
Cumulative average residuals for dividend
"decreases."

Pluralistisk ignorance

Pluralistisk ignorance er et psykologisk begreb, der fokuserer på individets antagelser angående massernes handlinger og viden. Som begreb blev pluralistisk ignorance udviklet af psykologen Floyd Allport i starten af 1930'erne ved forsøg med amerikanske universitetsstuderendes holdning til alkohol. Allports definition på begrebet blev: "... the situation in which virtually all members of a group privately reject group norms yet believe that virtually all other group members accept them" (Allport i McFarland & Miller 1987: 298). I dette tilfælde afviser individet egne tanker og intuition for at stole på flertallets norm. Man lægger altså stor vægt på hvad man tror, at flertallet mener og følger dermed ukritisk den holdning masserne udstråler. Studierne af pluralistisk ignorance blev videreført empirisk af Bibb Latané og John Darley 40 år senere. Latané og Darley studerede *bystander-effekten*, hvor folk ikke skrider ind, selv om de ser én der er kommet slemt til skade. Denne mangel på handling er udelukkende fordi de ser, at andre ikke skrider til handling og dermed antager bystanderne, at de andre måske besidder mere viden end dem selv (McFarland & Miller 1987: 298). Når alle derfor fejlagtigt antager dette, bliver cyklussen af ignorance fuldendt og pluralistisk ignorance skabes.

Ligeledes definerer Cathy McFarland og Dale T. Miller, der forskede i socialpsykologi, pluralistisk ignorance som en tilstand, hvor man antager, at selv om folk agerer på samme måde som en selv tænker de forskelligt. På denne måde kommer mange ting til at bygge på forkerte antagelser grundet observationen af normen. Deres forskning medførte tre forsøg for at påvise deres hypotese om hvorvidt en elev tror, at han/hun er den eneste der ikke forstår en tekst, kun fordi andre ikke rækker hånden op og stiller spørgsmål. Artiklen med forsøgene, hvori 32 universitetsstuderende deltog, udkom i 1987 i fagbladet *Journal of Personality and Social Psychology*. De studerende blev sat til at læse en fagartikel, inden for et andet område end det de selv studerede, hvilket gjorde teksten tæt på uforståelig. Der var to forskellige grupper; en der havde mulighed for at stille spørgsmål ved at opsøge eksperimentlederen på hendes kontor, og en anden gruppe der ikke havde mulighed for at stille spørgsmål. I eksperiment gruppe et gættede de studerende på, at 37% af gruppen ville stille opklarende spørgsmål – resultatet var, at ingen søgte om hjælp. Deraf udledte McFarland &

Miller, at de adspurgte mente, at dem der kunne søge ubegrænset hjælp, ved til gengæld at erkende deres svaghed, rangerede lavere end dem der ikke kunne få hjælp. Efterfølgende viste det sig dog, at hver af de deltagende ikke mente, at de havde bedre forståelse end de andre (McFarland & Miller 1987: 302).

I tredje og sidste eksperiment var der ingen af dem der kunne søge hjælp, som søgte hjælp og viste derfor ikke deres faglige svaghed. De ubegrænsede mente, at de forstod teksten dårligere, havde en ringere selvforståelse og forventede en dårlig præsentation, alt dette i forhold til de andre ubegrænsede. Dermed blev det konkluderet, at dem der var hæmmet socialt, i og med de ikke ville udstille deres uvidenhed, var overbevist om, at de andre var bedre end dem selv (McFarland & Miller 1987: 303). Hovedpointen i forsøgene er, at de fleste tror, at de andre ved noget de ikke selv ved og at man generelt vil undgå den såkaldte *fear of embarrassment* ved at udstille sin uvidenhed overfor de andre. Dette harmonerer med *bystander-effekten* fra før, hvor alle troede, at alle andre havde en viden man ikke selv besad, selv om man agerede på samme måde. Fænomenet skaber en cyklus af uvidenhed, da ingen tør at tage det første skridt og erkende deres manglende viden på et specifikt område. Her bliver enten en handling eller en information blokeret på grund af den mentale frygt for en ydmygelse, altså *fear of embarrassment*. Det medfører ligeledes, at man undgår at skille sig ud og dermed følger flertallets handling. I dansk skønlitteratur møder man f.eks. pluralistisk ignorance i H.C. Andersens eventyr *Kejserens Nye Klæder* fra 1837. Her oplever en hel by samt deres kejser at blive narret af et par omrejsende svindlere, der får overbevist alle om, at de kan sy det flotteste tøj, dog uden at producere noget. Kejserens hof får lagt ord i munden af svindlerne og bliver overbevist om, at det fiktive tøj er det smukkeste de nogensinde har set. Da kejseren prøver det fiktive tøj slår det ham, at der slet ikke er noget tøj. For ikke at tabe ansigt og undgå, at de andre tror han er dum, spiller han med på det og mener ligeledes at tøjet er meget smukt. Hoffet og hele byen agerer på samme måde ved at mene, at tøjet er flot men hver og én tænker de, at der ikke er noget tøj, men at de andre nok ved noget de ikke ved. De undgår dermed alle sammen ydmygelsen ved at undlade at bemærke sig og dermed ikke tvivle på det fiktive tøjs eksistens. Alt dette fortsatte indtil den store parade, hvor kejseren skulle vise sit fiktive tøj frem, hvor en lille dreng udbrød: "Men han har jo ikke noget på". Drengens udbrud spredte sig i folkemængden og dette medførte at alle blev

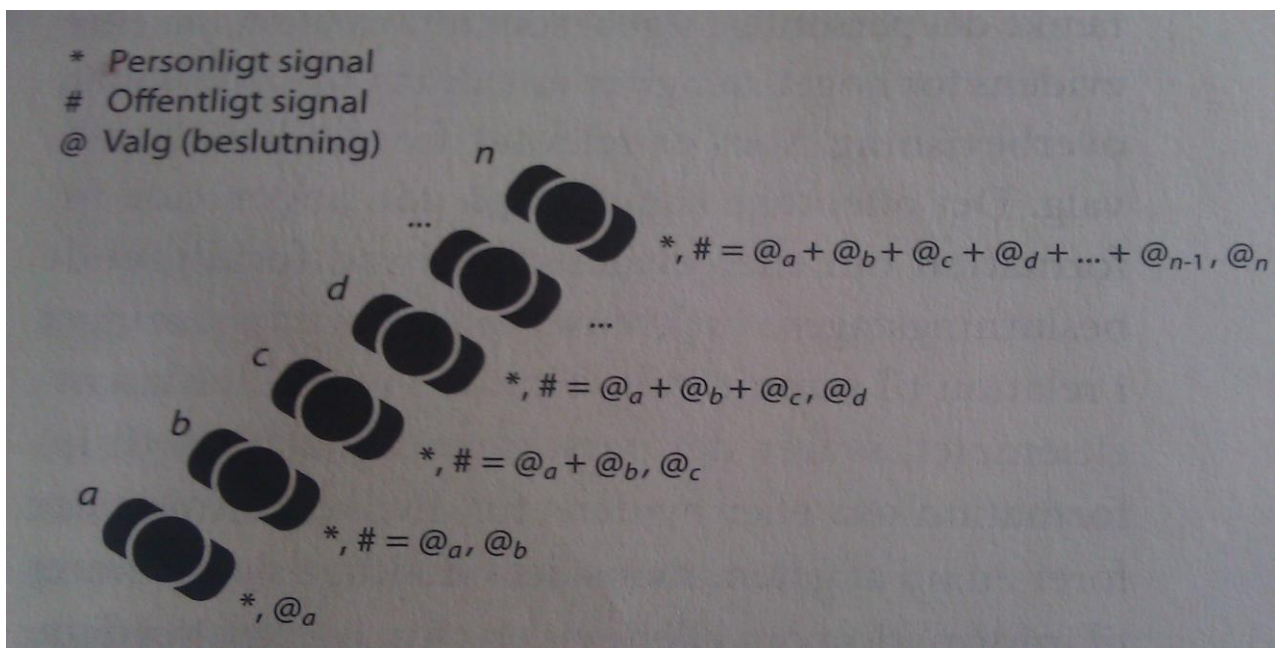
bekræftet i deres tvivl, og dermed brød med normens handlinger. Drengen havde således trodset *the fear of embarrassment* og ændret alles opfattelse, da de fik bekræftet deres tvivl. Når pluralistisk ignorance er på sit højdepunkt kan fænomenet forblinde og transformere en stor masses holdning og handlingsmønster, bare ved hjælp af massen selv. Jo større menneskemængden er, desto stærkere bliver effekten af den pluralistiske ignorance, da ydmygheden vil vokse i samme grad som mængden. Svagheden, der er indbygget i pluralistisk ignorance ligger i, at den kan blive nedbrudt på kort tid af udefrakommende påstande. Den bliver nedbrudt når hvert enkelt individ får bekræftet dets tvivl men ikke ville blotte sig for offentligheden – eller med andre ord: ”Det sker, fordi alle pludselig ved, at alle andre ved, hvad man allerede havde god grund til at tro på” (Hansen & Hendricks 2011: 34).

Informationskaskader

Ligesom pluralistisk ignorance er informationskaskader et socialpsykologisk fænomen, der beskæftiger sig med individets informative forhold til massen. Individet er usikker omkring kvaliteten af sin egen information og vælger derfor at se på en gruppe andre individers handlinger, for dermed at kunne drage en rationel beslutning deraf (Hansen & Hendricks 2011: 39). Sociologen Sushil Bikhchandani og økonomerne David Hirshleifer og Ivo Welch forfattede i samarbejde artiklen *Learning from the behavior of others: conformity, fads and informational cascades* i 1998. Artiklen omhandler den måde beslutningstagere har indflydelse hos andre, der skal til at foretage en beslutning. Beslutningen kan være på alle områder, hvor det kan have en afgørende rolle at følge andre. Bikhchandani, Hirshleifer og Welch fokuserer hovedsageligt på økonomiske beslutninger, hvor f.eks. en lille gruppe af økonomiske beslutningstagere har indflydelse på en større masse (Bikhchandani et al. 1998: 151). Der introduceres også former for manipulation som f.eks. forklappere, der har til opgave at give applaus til scenen ligegyldigt hvad, og dermed få hele salen til at klappe. En gennemgående tendens i artiklen er fokus på, hvorledes en gruppe beslutningstagere kan påvirke andres endelige beslutning. Indflydelse og manipulation bliver efterfulgt af *herding*, hvor masserne bliver guidet af beslutningstagerne. De forskellige fænomener kan blive summet op til, at individet observerer allerede foretaget handlinger i stedet for at analysere sine egne

muligheder, og sætter dermed sin lid til beslutningstageren, hvilket bliver kaldt for *observational learning* (Bikhchandani et al. 1998: 153).

Artiklen bygger på et eksperiment, hvor en række individer skal acceptere eller afvise et bud. Rækken virker således, at individerne vælger en ad gangen og har mulighed for at se, hvordan de andre har handlet. Som det vises på næste side i figur 2 af en informationskaskade vælger Individ A at acceptere buddet, og dette bliver den næste i rækken introduceret for. Individ B skal vælge at acceptere eller afvise buddet og tager som udgangspunkt ikke stilling til individ A, da der endnu ikke er opstået en informationskaskade. Hvis hendes egen holdning er at acceptere, accepterer hun, hvis ikke afslår hun buddet uden at tænke på A's valg. Der antages, at individ B accepterer buddet og næste beslutning skal tages af individ C. Individ C observerer A og B og drager den konklusion, at det ville være rationelt at følge deres handling og dermed også acceptere buddet. Individ Cs egen holdning bliver dermed reduceret til at være ligegyldig, da flertallet af forgængerne har accepteret. Selve informationskaskaden opstår derfor hos individ B, da den person har taget samme beslutning som individ A, dog uden at det havde indflydelse. Grundlaget for individ B's beslutning kender individ C ikke, men kan personen kan blot konkludere at de to forgående har valgt samme beslutningen, hvilket skaber en informationskaskade.



Figur 2: (Hansen & Hendricks 2011: 43)

Efter individ B vil hele rækken vælge den eksakt samme beslutning som flertallet har valgt, uden at tage hensyn til deres egen holdning. Samtidig med at der bliver foretaget en beslutning, bliver der ligeledes udsendt et offentlig signal. Det offentlige signal er den handling der er synligt for rækken af de andre individer, i dette tilfælde om man accepterer eller afviser et bud. Som der findes et offentligt signal, findes der også et privat signal, som individrækken ikke har adgang til at observere. Det private signal er den motivation der ligger bag handlingen, f.eks. om individ A selv mener, at buddet er rationelt af acceptere i forhold til hans situation (Bikhchandani et al. 1998: 154).

Eksemplet med det gældende bud kan overføres til næsten ethvert andet, hvor information er en vigtig faktor. Kaskaden kan nedbrydes, hvis der kommer nye informationer til de deltagende i rækken. Individerne der deltager i rækken, hvor de har lagt deres egen mening på hylden til fordel for rækkens flertal, kan få ændret deres mening af en ekstern troværdig information, der bryder med den flerstemmige række. Dette kan enten være at andre individer tiltræder med ny information eller at den bliver tilgængelig for rækken af individer (Hansen & Hendricks 2011: 52).

Analyse

John Maynard Keynes

Keynes' teori omhandler blandt andet det psykologiske aspekt i aktiehandel, hvilket ses i hans pointe om hvordan folk burde investere, jævnfør eksemplet med skønhedsafstemningen. Ved at have andres beslutninger for øje, vil det være muligt at forudse stigninger eller fald og derved opnå en højere gevinst. Altså er den psykologiske adfærd ifølge Keynes en vigtig faktor, men den konstant ændrende adfærd gør det meget komplekst at forudse. Når en stigning i antallet udenfor det professionelle miljø er begyndt at investere, øger det samtidigt kompleksiteten i at forudse adfærden. Keynes mener, at det især kendetegner de professionelle investorers strategi, at fokusere på den generelle holdning på markedet. De professionelle kan have en fordel i at analysere markedspsykologien, men da denne er let påvirkelig kan en forventning om den generelle holdning være svært fejlvurderet. Ligeledes præger usikkerhed også private, 'ignorante' individers investeringsgrundlag, idet disse tendenserer til at vælge langsigtede investeringer på baggrund af majoritetens holdning og ikke ud fra faktisk viden om markedet. Når investorer vælger at følge strømmen kan dette være et udtryk for lav confidence, dvs. tillid, til eget kendskab til markedet. Som enkeltperson er det komplekst at gennemskue markedsinformation til fulde, hvorfor "we endeavor to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed" (Keynes 1937: 214). Derfor vil antallet af ignorante investorer ifølge Keynes stige, idet folk vælger at stole på, at andre har tilstrækkelig kendskab til markedet. Han tager her udgangspunkt i princippet om metodisk individualisme, når hvert enkelt individ er af samme overbevisning, og dermed danner flertallets holdning. Således vil alle have et lavt niveau af tillid til egen dømmekraft, og i stedet lade den generelle strømning være bestemmende for valg af investering. Af dette kan opstå en boble, hvor hver investor stoler på flertallets formodning om en forandring, som har rod i uvidenhed om, hvad forandringen vil udspringe af, hvorfor hele markedet vil kunne betegnes som ignorant.

Keynes argumenter for, at investeringer ud fra *homo economicus*-tankegangen, hvor kolde matematiske fakta danner grundlag for ens beslutninger, teoretisk set ville være at foretrække. Han anerkender dog, at det vil være en krævende proces at analysere fortidige og nutidige

ge regnskabs- og markedstal. Af denne grund bliver det mere overskuelige rationelle valg, jævnfør bounded rationality-begrebet, at søge at afdække den økonomiske psykologi, og han mener dermed, at man må gå på kompromis med beregningerne. I praksis vil et udfald af kolde kalkulationer ikke være muligt at beregne, da der altid vil være omstændigheder, hvor "there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever" (Keynes 1937: 214). Derfor vil de mange investeringer på baggrund af at følge majoriteten og forventninger til markedspsykologien være usikre, netop grundet de årsager til ændringer, man ikke kan beregne sig frem til. I takt med det tidligere nævnte investeringsincitament vil antallet af private investorer sandsynligvis stige, hvorfor markedet bliver mere følsomt over for udsving. Markedslividiteten skaber en falsk tryghed om at kunne sælge sine aktier, hvilket kan danne en markedsboble. Idet investeringerne følger flertallets holdning vil disse være påvirkelige, hvis en ændring skulle forekomme, og således vil alle søge at sælge på samme tid.

Keynes har argumenter som taler for både kort- og langsigtede investeringer. Som investor er det mere sandsynligt at kunne forudse markedsudviklingen på kort sigt, hvorfor det umiddelbart synes mest fornuftigt. De kortsigtede investeringer skaber et volatilt marked, som bliver mere likvidt desto flere investorer der er. Når disse føler, at aktierne hurtigt kan købes og sælges, skaber det incitament for nye investeringer hos både eksisterende og førstegangsinvestorer, da en investering således vil opfattes forholdsvis sikker. Den øgede investeringslyst holder markedet i gang, hvorfor antallet af langsigtede investeringer ligeledes stiger.

Jævnfør Herbert A. Simons rationalitetsbegreber kan det udledes af Keynes' teori, at enhver investering kan betegnes som en form for substantiv rationel beslutning, om end der kan eksistere forskelle mellem de kort- og langsigtede investeringer. Da mennesket ifølge Keynes har tendens til at følge majoriteten i investeringsøjemed og på den vis bevidst valgt at tilsidesætte den tilgængelige information, er processen bag handlingen, dvs. investeringen, ikke proceduel rationel. Ved denne adfærd er der ingen overvejelser om analyse og udvælgelse af information, men derimod blot en handling ud fra andres handling. Som vist i redegørelsen er det ifølge Keynes spontanitet, der præger menneskets investeringsbeslutninger. Disse spontane handlinger kan antages at blive forårsaget af en ny information, som giver

drift til at investere. Når der handles spontant ligger det i ordet, at det sker kort efter kendskabet til informationen. Af denne grund vil det ikke være muligt at nå at analysere eller teste pålideligheden af de nye oplysninger, hvorfor informationen må betegnes som mangelfuld.

Ud fra Keynes' syn på menneskets adfærd i forbindelse med investeringer opstår bobler ud fra tredje stadie i Kindlebergers tidligere fem beskrevne stadier. Her indtræder en masse investorer, som Keynes betegner som ignorante individer, der følger strømmen for at skabe profit. Et sted forinden har de professionelle investorer forudset, at masserne vil handle ud fra anden stadies eufori, hvorfor den tidligere nævnte *enterprise* baseres på de professionelles spekulation. Herved opstår boblen, som før eller siden vil briste, når det anerkendes, at niveauet ikke kan måle sig med de forventede profitter. Sandsynligheden for boblers opståen synes højest ved kortsigtede investeringer, da det oftest er her graden af spekulation er størst. Af denne grund vil markedet meget hurtigt blive overophedet og oversolgt, hvorfor bobler vil skabes og sprænges med jævne mellemrum. I løbet af en lang investerings levetid vil denne kunne falde og stige flere gange, og ved markante stigninger vil incitamentet til investering hos nye investorer øges. I sådanne opgangstider, hvor troen på et endnu større afkast er høj, vil boblernes omfang ligeledes være større, hvorfor en uventet forandring vil skabe stor ravage.

Hvad angår det benyttede tolvte kapitel af *General Theory* skildrer det ikke hvorvidt information er fuldt tilgængeligt for alle handlende. Keynes mener, at trods kendskab til et marked vil navnlig de langsigtede investeringer være præget af en usikkerhed i form af ikke at kunne forudse fremtiden præcist. Det kan naturligvis give et bedre indblik i hvor markedet er på vej hen, hvis man er velinformeret om fortidige ændringer og nutidige tal, men en usikkerhedsfaktor vil til hver en tid gøre sig gældende. Information bliver på sin vis mindre essentiel hos Keynes, når det drejer sig om investeringer af ignorante individer. Mennesket har en tendens til at følge strømninger, og ved at adoptere flertallets holdning fralægger man sig opgaven om selv at søge og analysere markedsinformation.

Eugene Fama

Famas informationsgrader starter ved *weak form*, som bliver gjort svag på grund af den enorme datamængde der skal gennearbejdes før man kommer frem til en brugbar information og det er tilmed ikke sikkert, at den information er brugbar da historien ikke konsekvent gentager sig. Især i finansverden, hvor nutidige relevans er alfa omega, kan historiske data ikke bruges til at vinde over sine konkurrenter. De historiske data ligger tilgængeligt for alle i denne forbindelse i f.eks. børstal og kurshistorikker. Dermed kan man ikke nødvendigvis opnå en fordel, som ingen andre umiddelbart har mulighed for at besidde. *Weak form* bygger på undersøgelser, hvor informationsgraden ikke har været til stor fremtidig nytte for, hverken privat eller professionel investor til anvendelse på aktiemarkedet. Den store datamængde gør det tæt på umuligt at analysere data uden de teknologiske hjælpemidler vi kender fra i dag. I dag har *weak form* det samme informative udgangspunkt, dog har de teknologiske hjælpemidler skabt et skel mellem privat og professionel investor. De professionelle investorer udnytter de historiske data til at forudse udsving i markedet, ved hjælp af teknisk analyse. Investeringsbranchen har store udgifter til teknisk analyse, hvor moderne IT og matematisk knowhow er essentielt. Det økonomiske aspekt er derfor en stor del af det skel, der har adskilt de private og professionelle investorer. Banker er begyndt at give private investorer adgang til teknisk analyse og dermed bliver skellet mellem professionel og privat gjort endnu mindre. Danske Saxo Bank er for nyligt begyndt at tilbyde redskaber til private som før var forbeholdt professionelle, hvilket har gjort det nemmere for private investorer at benytte sig af f.eks. teknisk analyse. Fremskridtene for de private er stadig så nye, at størstedelen handler som de altid har gjort. De private investorer handler hovedsagligt kun ud fra udsving i kursen, i stedet for informationerne der ligger til grund for de forskellige udsving, som kan findes vha. de professionelle værktøjer. De privates investeringsstrategi er baseret på udsving og dernæst at følge de professionelles handlingsmønstre.

Weak form er historisk allemandseje, hvorimod *semi-strong form* har én fordel der gør en væsentlig forskel. *Semi-strong form* har den aktuelle information tilgængelig, hvilket også har en ulempe da informationsmængden er enorm. Gevinsten ligger i at finde den enkelte information, der påvirker det marked man handler på. Den aktuelle information er stadig

allemandseje, men sorteringsarbejdet efter den korrekte information gør det til et arbejde for professionelle. Man skal finde informationen og handle på den, før majoriteten af købere gør det samme og dermed komme dem i forkøbet gevinstmæssigt.

Strong form skiller sig ud fra de andre former, ved ikke at beskæftige sig med offentligt tilgængelig information. Fama bruger monopolisme som begreb når han omtaler *strong form*, hvilket er et væsentligt punkt i forhold til nutiden. Alt information omkring prisdannelse af et gældende værdipapir ville ikke kunne være en fordelagtighed for en såkaldt *insider* i virksomheden, da personen ikke må handle på det før det bliver tilgængeligt for offentligheden. *Strong form* skyder genvej i forhold til *semi-strong* ved at kunne handle før informationen slipper ud i offentligheden. I den periode der er gået fra Famas udgivelse til nu, er informationens hastighed blevet ændret markant. Informationens hastighed er steget i takt med teknologien og offentlighedens mulighed for at få information via internettet. De private investorer har fået lettere og direkte adgang til aktiemarkedet vha. teknologien, hvilket har medført et højt antal private investorer i forhold til 1970'erne. Dermed har brugerne af *semi-strong form* et kortere tidsrum at handle i, da andre investorer får informationen hurtigere og mere præcist, end da fænomenet blev defineret. Dog kan *semi-strong form* drage nytte af det øgede investerede kapitalniveau, og dermed øget handel. Ved at tolke og handle på den information, der ligger til grund for en eventuel stigning, før størstedelen af markedet, kan brug af *semi-strong form* give en høj gevinst i et stort marked. Vilkårene er dermed blive sværere, men gevinsten højere.

Strong form er tilegnet inderkredsen af en virksomhed, dem der først handler, rent teoretisk, vil derfor være *strong form* og der kan gå en længere tidsperiode før *semi-strong form* har mulighed for at handle på samme information. Man må derfor antage, at *semi-strong form* ønsker samme information som *strong form*. *Strong form* besidder f.eks. de informationer der ligger bag det aktiesplit, som Fama et al. undersøger.

Fama et al. skriver, at aktiesplittet fremkalder en reaktion hos investorerne da man tror, at der ligger noget positivt til grund for aktiesplittet. I forhold til informationsgraderne er det kun *strong form* der besidder den information, der ligger bag aktiesplittet f.eks. om det som oftest skyldes en højere forventet indtjening. *Semi-strong* handler på informationen om selve aktiesplittet, mens *weak form* undersøger historisk data uden at handle. Derved er gevin-

sten for de tre forskellige grader helt forskellige, på grund af den tidsforskel der deler de mulige handler de kunne have foretaget.

Rationalet i mennesket har stor indflydelse på beslutningstagen. Ifølge Fama agerer folk på aktiemarkedet efter rationalet om *homo economicus*, da investorerne handler efter egennytteoptimering ud fra den tilgængelige information. Hvis det er rationelt at følge med en stigning op, er det dermed rationelt at sælge ved udsigt til tab, da det er egennytten der bliver prioriteret. Tid og udsvingsstørrelser har stor betydning for reaktionen på markedet. Professionelle investorer vil følge store og små svingninger på markedet, men privatinvestorer vil nemmest kunne følge store udsving. Risikomæssigt er det rationelt at købe når informationen om at aktiesplittet vil ske, da erfaringen viser at der tit er forbundet stigninger op til aktiesplittet. Derefter er det uvist hvad der sker, og der vil være færre risici ved at sælge i stedet for at beholde.

Scenariet om aktiesplittet ville ikke være aktuelt længere grundet informationsteknologiske fremskridt og lovgivning. Informationsgraderne er til dels blevet udvisket og alle er på samme informationsniveau, i forhold til det man kan handle på, og kriterierne for informationsgraderne er således blevet ændret siden Famas tid. Hvis man skulle placere mennesker i informationsgraderne i dag ville alle have mulighed for at bruge *semi-strong form*.

Aktiekursen er bestemt på baggrund af den tilgængelige information. Kursen på et stort selskab kan ses som et gennemsnit af tusindvis af eksperters bedste skøn over, hvad en rimelig kurs er. De professionelle investorer sælger deres aktier, hvis de finder kursen for høj i forhold til firmaets værdi. Aktiekursen bliver altså reguleret af de professionelle investorer, der har forståelse for virksomhedens situation. I 'stille tider', dvs. perioder hvor der ikke kommer ny information, vil prisen blive reguleret så den afspejler fuld information om virksomhedens værdi. Ved f.eks. aktiesplit kommer der ny information, som ændrer aktieprisens position, og forventningerne til virksomhedens fremtid bliver uklare. Derfor ser vi kursændringer omkring aktiesplittet og det kan derfor antages at kursen kun ændres hvis ny relevant information bliver tilgængelig. Prisen er *efficient* hvis den afspejler fuld information, svarende til al tilgængelig information, som det ses i Famas ideal om markedet. De private investorer handler hovedsagligt på baggrund af udsving i prisen, i stedet for prisens baggrund. Modsat de private investorer, analyserer de professionelle investorer virksomhedens

regnskab og økonomiske situation. Begge parter har dog adgang til samme information. Der bliver skabt en informativ distance mellem privat og professionel, da de private ikke på samme måde vælger at udnytte de store informationsmængder, som de professionelle gør. I og med, at de professionelle har adgang til programmer der hjælper dem med at analysere tal og data, giver det dem en klar fordel i forhold til de private. Den informative distance gør, at de to investeringsgrupper virker til at besidde forskellige informationsgrader sammenlignelige med *semi-strong-* og *strong form*. Da de professionelle analyserer den tilgængelige information på en måde der kræver erfaring og avanceret teknologi, skaber det en form for informationsmonopol, som det ses i *strong form*. Da de private investorer hovedsageligt kun handler ud fra prisudsving skaber det øget prisudsving, grundet den øgede handel. Hvis prisen fra start af er *efficient*, vil den blive påvirket af den øgede handel der kun foretages på baggrund af prisudsving, hvorfor den ikke vil blive ved med at afspejle fuld information. Hvis prisen derimod ikke var *efficient* på noget tidspunkt vil kursudsvinget blive yderligt øget, da der kun ville ligge handel som baggrund for handel. Dermed kan der så tvivl om *efficient markets* vedvarende plausibelhed, da den øgede handel er baseret på forskellige strategier omhandlende brugen af den tilgængelige information.

Virksomheder laver aktiesplit, hovedsageligt i gode tider, som skaber *displacement* på markedet. Derefter skaber investorenes fortolkning af aktiesplittet *overtrading* på markedet. Disse reaktioner er de første skridt i Charles P. Kindlebergers definition på boblers opståen. Ved Famas undersøgelse af aktiesplit blev det påvist, at der blev foretaget øget handel op mod aktiesplittet grundet forventninger. Forventninger bygget på den antagelse, at aktiesplittet ofte er baseret på virksomheden har gode udsigter til fremtiden. Handlen er som udgangspunkt ikke baseret på en reel information, da det kun er virksomheden der ved om aktiesplittet er bygget på forventninger om højere omsætning i fremtiden eller på varm luft. Ifølge Fama besidder virksomheden en information omkring aktiesplittet der ikke slipper ud til de handlende, hverken de professionelle eller private. Dette kan skabe en boble baseret på overtrading fra investorer der ikke er fuldt informeret omkring baggrunden for aktiesplittet. Den pågældende aktie kan stige til et niveau der ikke afspejler den sande værdi, og den boble der bliver skabt deraf springer når der kommer information der kan afsløre den overvurderede aktie.

Pluralistisk ignorance og informationskaskader

Ligesom Keynes, gør både pluralistisk ignorance og informationskaskader også brug af princippet om metodisk individualisme. Ved at beskrive og analysere individers adfærd til at definere massernes handlemønstre bliver mikroniveauet således anvendt på makroniveau. I eksperimentet omhandlende pluralistisk ignorance viste det sig, at folk ville undgå ydmygelse på bekostning af tabt information. Ved ikke at stille opklarende spørgsmål, går eleverne glip af information, hvilket ikke optimerer deres egen nytte og dermed ikke er rationelt ud fra et *economic man*-synspunkt. På den anden side undgår de i den sammenhæng at blive hængt ud socialt, hvilket også kan have en form for nytteeffekt. At tilsidesætte sin egen information eller antagelse til fordel for andre vil kunne være rationelt i de situationer, hvor andres information er mere korrekt end ens egen. Men ved den pluralistiske ignorance er der ingen der som udgangspunkt ved mere end én selv og der bliver skabt en cyklus af ignorance. På det grundlag bliver rationaliteten fjernet, da ingen besidder en mere korrekt information end én selv. Omdrejningspunktet for den pluralistiske ignorance er ikke at falde uden for normen når det kommer til ens handling, mens man stadig kan tænke anderledes. Det holder mennesker indfanget af den norm folk tror, at alle tror, er den mest anerkendte. I den forstand ligger der en motivation i tryghedsfølelsen der eksisterer i den samlede gruppe af mennesker. Det mest rationelle i forhold til egen nytte for det enkle individ, ville være at bryde den pluralistiske ignorance og få den korrekte information eller norm ud til massen, der højst sandsynligt besidder den i forvejen.

Informationskaskader har en anden form for rationalitet indbygget i sig, da der ikke i samme grad er tale om en ignorant masse. Kaskaden startes som oftest af en foregangsmand i form af f.eks. et investeringsfirma, der handler på baggrund af deres egne informationer. Foregangsmanden bliver efterfulgt af andre i branchen og kaskaden bliver skabt. Jo længere henne i kaskaden man kommer, desto mindre rationelt bliver det at følge kaskaden, især når det kommer til handel med værdipapirer. Det kan være yderst rationelt at være de første i kaskaden, hvor en stor masse foretager samme investering, på baggrund af sin egen information som følget ikke kender til. Den masse der kommer efter dem der startede kaskaden handler udelukkende fordi de første handlede og går derfor ud fra de har en information

man ikke selv er i besiddelse af, der gør det rationelt at følge deres beslutning. Kaskadens medlemmer ligger deres egen information bort, blot for at antage andres information er bedre i den pågældende situation. Dette valg kan være rationelt, hvis skaberne af kaskaderne har en relevant information og en sans for moral. Skaberne kan let udnytte følget og manipulere med dem til f.eks. at købe en aktie som kun stiger fordi hele følget køber stort ind af den. Skaberne af kaskaden vil sælge under opkøbet, hvor aktien med sandsynlighed vil stige, og derefter efterlade kaskadens senere tilkomne medlemmer med tabet. Med andre ord kan det være rationelt at indtræde i en informationskaskade, hvis den er skabt på baggrund af reel information, der uden tvivl er bedre end éns egen, og at skaberne af kaskaden ikke har bagtanker med deres første handling der sætter kaskaden i gang.

Informationsniveauet i henholdsvis pluralistisk ignorance og informationskaskader er meget sløret. Informationen ligger i den handling hvor man observerer et andet individ eller en masse udføre, og dermed selv antage, hvad der ligger bag handlingen. Den sande information i den pluralistiske ignorance kommer først frem i opløsningen af den, hvor alle finder ud af at man har været af samme overbevisning fra starten af. Informationskaskadernes medlemmer holder oftest deres private signal for dem selv og afslører kun deres handling f.eks. at de har købt eller solgt. Det enkle individ der står midt i den pluralistiske ignorance eller i en informationskaskade kan prøve at gætte og fortolke, for at finde frem til den rigtige information, for det meste uden held. Her sker det så, at individet sætter al sin lid til den masse der har besluttet sig.

I forhold til en boble kan informationskaskadernes opbygning sammenlignes med de fem stadier i en boble. Skaberne af kaskaderne kan være dem der finder den nye mulighed for en profitabel investering og dette fører til eufori blandt de første i kaskaderne. Selve boblen bliver, i forhold til de fem stadier, skabt når nye private investorer handler, kun fordi de ser at de første i informationskaskaden handler på den måde. Efter de nye investorer har tiltrådt i kaskaden bliver det fordelagtigt for skaberne at trække sig ud og f.eks. sælge aktien, nu når de har opnået deres ønskede udbytte. Dernæst springer boblen, da grundlæggerne af kaskaden springer fra og med det bliver grundlaget for handlingerne fjernet. Dette efterlader de nyeste medlemmer af kaskaden med tabet, da de kommer senest ind når prisen er højest og kommer senest ud når prisen er faldet, da boblen er bristet. Som før nævnt kan det derfor

være yderst rationelt, jævnfør *economic man*, at være den der starter informationskaskaden og muligvis også en boble ved at manipulere med folk. Den pluralistiske ignorance kan være bobleskabende, hvis alle handler på den forkerte, men offentlig accepterede, holdning. Når ingen tør at opleve ydmygelsen ved at handle på baggrund af egen overbevisning, ender alle med at handle på samme måde, og skaber dermed det andet stadie i bobleteorien, *euphoria* eller *overtrading*. Det er på denne baggrund ikke nødvendigvis den rationelle jagt på profit der skaber boblen, men mere jagten på ikke at falde uden for normen. Boblen bryder når ignorancen bliver ophævet, hvis der er en del af massen der trodser *the fear of embarrassment* eller, at markedet ikke længere kan klare det niveau det er blevet handlet op til af masserne.

Den pluralistiske ignorance opstår som en større helhed i forhold til informationskaskader, begge eksempler der var tilknyttet fænomenerne viser dette. Ignorancen opstod i et rum med et antal elever, hvor den indtraf hos eleverne i samme tidsrum, da de blev tvivl om deres påstand var den samme som fællesskabets. Strukturen og niveauet af informationskaskaden kan være forskelligt men udgangspunktet er, at individerne skal tage en beslutning én efter én og opbygningen af kaskaden kan være længere tid under vejs end den pluralistiske ignorance. Både den pluralistiske ignorance og informationskaskaden kan være varierende i tid og størrelse.

I et finansielt perspektiv kan de to fænomener belyse investorers handlingsmønstre, i forbindelse med handling og tankegang. Informationskaskaderne beskriver den del, hvor private investorer følger de professionelle. Den pluralistiske ignorance er mere velegnet til at beskrive de bredere overbevisninger der indbefatter alle investorer på markedet.

Diskussion

Pluralistisk ignorance hos Keynes og Fama

Keynes' skønhedskonkurrence stemmer overens med tendenserne der udgør pluralistisk ignorance, da en gruppe individer tilsidesætter deres egen holdning til fordel for at gætte på flertallets. Det psykologiske aspekt, som Keynes betegner som en vigtig faktor, er det mest dominerende i pluralistisk ignorance. Psykologiantagelsen er, at folk tvivler på deres egen

holdning og tilslutter sig gruppen fordi man mener, at eget kendskab ikke stemmer overens med flertallets, som det også kan ses i Keynes' teori om mangel på *confidence*, eller tiltro. Det psykologiske aspekt, heriblandt tiltroen, som både Keynes og pluralistisk ignorance fokuserer på, har ikke samme indflydelse hos Fama. I både Keynes' teori og i pluralistisk ignorance vil flokkulturen ført an af ignorance skabe en boble baseret på *overtrading*. Dette er ikke tilfældet hos Fama, hvor han tager udgangspunkt i et aktiesplit for skabelsen af en boble. Når forventningerne til aktiesplittet ikke holder, vil boblen springe og dette har den pluralistiske ignorance ikke indflydelse på. Hos Keynes springer boblen når alle sælger på samme tid, hvilket vil ligne situationen i ignorancen hvis der er en udefrakommende information der opløser den pluralistiske ignorance. Dog følger investorerne i Keynes' teori oftest en gruppe professionelle investorer, hvilket ikke nødvendigvis sker med pluralistisk ignorance. Den pluralistiske ignorance vil følge den norm, som flertallet fejlagtigt antager er den korrekte. Hos Fama tages der udgangspunkt i, at aktiesplittet er sket på baggrund af noget rentabelt og derfor vil folk handle på det, og ikke nødvendigvis på grund af flokkulturen. Keynes' og Famas boble er ikke skabt på samme måde, set ud fra et pluralistisk ignorant synspunkt. Hvor Keynes mest bruger det psykologiske aspekt ved flokkulturen, kan Famas boble skabes uafhængigt af et fællesskab, da man handler ud fra selve meddelelsen om aktiesplittet.

Informationskaskader hos Keynes og Fama

Individerne der optræder i informationskaskaden har meget lav tiltro i forhold til deres egen information, og går derfor ud fra, at det ville være fordelagtigt at deltage i kaskaden. De individer, som Keynes beskriver som dem der har tiltro til at flertallet skulle besidde mere information, er dem der træder ind i informationskaskaden efter, at de professionelle har skabt den. I forhold til Famas *semi-strong form* gælder det for investorerne at tolke ny brugbar information og handle på aktiemarkedet inden de andre gør det. Det vil derfor oftest være de professionelle, som har indsigt i virksomheden, der starter kaskaden. Famas informationskaskade starter hos den der har den stærkeste informationsgrad, hvorimod den hos Keynes baseres på forudsigelser om den generelle holdning på markedet. Det kan dog, hos Ke-

ynes, også antages at det som hos Fama er den professionelle investor der har fordel. Individet har tiltrådt i informationskaskaden ud fra et rationelt, *economic man*-synspunkt, der også ligger til grund for Keynes teoretiske holdning om valg af investeringer. Informationskaskaderne tilsluttes ofte af private investorer, der tilmed kan være førstegangsinvestorer, som tolker at markedet er mere sikkert end det reelt er, da aktierne synes mere likvide, ifølge Keynes. Dem der starter kaskaden er dem der har magten over, hvilken investering kaskadens medlemmer dernæst vil vælge, og markedet kan på denne måde opleve en kunstig grad af optimisme.

Kigger man på Famas aktiesplitsgrafer ses det, at hvis den samlede investerede kapital stiger, vil de der startede kaskaden få en tilsvarende stigning i afkast. Man skal derfor ikke overse muligheden for, at professionelle investorer bevidst starter en informationskaskade for profittens skyld. Hvis man skal følge denne mistroiske tankegang kan det endvidere tænkes, at nogen sidder klar til at handle idet informationen bliver offentliggjort, dvs. at en person har information, som hører til i *strong form*, og reagerer når informationen går over i *semi-strong form*. På denne måde kan personen få et stort afkast ved at starte en informationskaskade, på en baggrund som egentlig bygger på tom luft.

Ved hjælp af de nye teknologiske redskaber, der hjælper private investorer med at minimere den fordel de professionelle investorer tidligere har haft, udvander det ligeledes informationskaskadernes effekter. De private investorer bliver hermed i stand til selv at vurdere virksomheden og ændringerne på markedet. Medlemmerne af kaskaden har altid haft information, men har valgt at se bort fra den til fordel for at følge de professionelles ageren. Dette scenarie definerer, hvordan en informationskaskade opstår. At individerne finder dette mere pålideligt gør sig gældende hos Keynes, mens Famas ideal om at handle ud fra fuld information ikke bekræftes. Hvis Famas ideal om et *efficient* marked bliver en realitet vil flokkulturen være overflødig. Keynes' svar til dette ideal vil være, at prisen ikke til fulde vil kunne afspejle information, da spekulation og usikre faktorer altid vil have indflydelse på markedet.

Den finansielle boble bliver skabt fordi individerne følger strømmen, hvilket ses både i Keynes' teori, pluralistisk ignorance og i informationskaskaderne. Det kan i sådanne tilfælde være en lille skare der manipulerer med de individer, der har valgt at have tiltro til fore-

gangsmændene, og boblen brister, når individerne finder ud af prisen er for høj, og ønsker at sælge. I informationskaskaderne er foregangsmændene det informative grundlag, og ved at de trækker sig ud af investeringen, vil resten af kaskaden sælge hvilket medfører en bristet boble. Dette vil oftest ske på et tidspunkt, hvor virksomhedens aktie er handlet så højt op, at skellet mellem virksomhedens og aktiens værdi er for stor. Ifølge Fama skal aktiens værdi afspejle informationen om virksomheden, hvilket informationskaskaden hindrer. I samtlige tilfælde er det, det pludselige og store salg der medfører enden på boblen, som først er afledt af ny information og dernæst frygt.

Teoriernes vinkler

Famas efficiency-teori bærer præg af en normativ tilgang, mens Keynes begriber virkelighedens investeringsmarked med et realistisk, deskriptivt syn. Modsat Fama, når Keynes ikke til et markedsideal, da hans tvetydighed i teorien afspejler markedets kompleksitet. Ovenstående kendetegner teoriernes udgangspunkt, hvor Keynes fokuserer på det psykologiske aspekt, der besværliggør at opnå et ideelt marked, mens Fama forsøger at forklare markedet rent matematisk. Antallet af de private investorer der optræder i Keynes' teori fra 1936, er steget lige siden. De private er ifølge Keynes ignorante investorer, der ikke analyserer tilgængelig information om markedet, hvilket umuliggør Famas ideal om efficiency. En stigning i antallet af private investorer kan forklares med, at det er blevet lettere tilgængeligt at følge det kapitalistiske optimeringsbehov, at penge skal avle og ikke have en passiv tilstand. I efficient markets er der ikke noget skel mellem private og professionelle investorer, da alle handler på baggrund af prisen. Når alle investorer hermed er professionelle, vil de medvirke til at regulere aktieprisen så den forbliver efficient. Derfor vil der ikke ske en skadelig påvirkning når antallet af investorer stiger, hvis markedet er efficient efter Famas ideal. Skellet mellem professionelle og private investorer hos Keynes viser hvordan de professionelle kan bruge de private som grundlag for spekulation. En forøgelse af de private investorer vil give de professionelle mulighed for større afkast i kraft af spekulationen, hvilket vil skævvride markedet. I takt med at information er blevet lettere tilgængelig siden Keynes udgav *General Theory*, og at redskaber forbeholdt de professionelle på Famas tid nu kan

benyttes af private investorer, er opdelingen mellem professionelle og private mindre markant. Derfor er et øget antal private investorer ikke nødvendigvis i dag lig med et skævt marked.

Rationalitetsovervejelser

Keynes' overvejelser om at skulle handle ud fra kolde kalkulationer for at opnå en maksimal egennytte vil være at følge et rent *homo economicus*-rationale, som han dog mener ikke kan realiseres, da fremtidens udvikling ikke vil kunne forudsiges nøjagtigt. Af denne grund bærer de professionelles investeringsstrategi, ifølge Keynes, præg af spekulation, mens de private blot følger den generelle holdning. Processen hos de ignorante, i at følge majoriteten frem for at benytte den tilgængelige information er ikke en *procedural* rationel fremgangsmåde. Dette handlemønster strider imod Famas ideal om, at prisen skal afspejle information om markedet. Keynes anerkender, at investorerne er begrænset i kraft af usikkerheden hvilket stemmer overens med Simons begreb om *bounded rationality*. For at opnå et *efficient* marked må det nødvendigvis gælde, at investorerne handler ud fra information. Således må det gælde, at Fama ønsker, at investorerne bør behandle de matematiske data for at profitmaksimere, sådan prisen kan afspejle informationen. Dette er et udtryk for *substantive rationality*, hvorimod Keynes implicit udtrykker, at processen i at overveje mulighederne inden for de givne rammer, og derved følge *procedural rationality*, vil være det optimale valg for både investor og marked.

Virkeligheden forholder sig dog anderledes ifølge Keynes, da de ignorante individer blot følger massernes holdning. Investeringsbeslutninger på baggrund af en sådan pluralistisk ignorance kendetegner menneskets spontanitet, hvilket ikke giver rum til *procedural* rationelle overvejelser. Famas historiske dataundersøgelse vedrørende aktiesplit viser ligeledes, hvordan investorerne handler aktierne op til en kunstig værdi før splittet grundet forventninger, og altså ikke på grundlag af den substantive rationalitet. Informationskaskader vil ligesom den pluralistiske ignorance bidrage til en skævvridning af markedet, således *efficiency* ikke vil være opnåelig før nogle bryder den fejlagtige norm. Keynes afviser altså på sin vis at Famas teori kan blive applikeret, grundet at han ikke tager højde for individet og dets

adfærd, der ved pluralistisk ignorance og informationskaskader ikke rationaliserer ud fra den tilgængelige information. Her opstår en grundlæggende, teoretisk forskel, hvor Fama arbejder med markedet matematisk, mens Keynes også inddrager det psykologiske for at give en forklaring på udviklingen. Ud fra en investeringsstrategi ville den rationelle handling for den enkelte investor formentlig være at tage højde for begge teorier. På sin vis kræver Keynes' teori om psykologien også en forforståelse for det grundlæggende matematiske. Når masserne investerer, er der et stort antal af parametre der bliver taget højde for, inklusiv de faktiske tal, som kan regnes rent matematisk. Derfor vil den optimale, *procedural rationality* implicit være indbygget i, blandt andet, matematikken.

Bobler

Det teoretiske fundament, som bliver belyst gennem Keynes' og Famas teorier vedrører begge bobler, men på hver deres måde. Nyheden om et aktiesplit har ofte den effekt, at der op til splittet er stigende forventning til virksomheden, og Fama viser med sit aktiespliteksempel, hvordan der opbygges en kunstig værdi uden en egentlig viden. Det betyder, at der bliver skabt en boble, hvis ikke virksomheden lever op til den forventning, som investorerne har opbygget. Endvidere kan der drages forståelse for boblers opståen i *semi-strong form* når det kombineres med informationskaskader.

Dette burde Fama måske have bidt mærke i, og undersøgt nærmere om det kunne skyldes andet end en historisk matematisk forklaring. Keynes vælger derimod at begrunde hvilke faktorer der kan ligge bag handlingerne på aktiemarkedet, ud over de matematiske. I stedet for drager Fama konklusionen, at der ud fra de historiske data, kan udledes at der er en tendens som kan handles ud fra. Keynes beskæftiger sig med adfærdspsykologien i forhold til økonomisk teori allerede i 30'erne, og kan på dette punkt anses som værende et skridt foran Famas tankegang. Disse teoretiske overvejelser er dog ikke specifikt en forklaring på hvordan en boble skabes eller dens udvikling, men mere en markedstendens, som muligvis kan bruges til at være på forkant med udviklingen i markedet. Det ligger implicit i disse tendenser at bobler opstår på den måde, og Keynes og Fama benytter sig af tendenserne til at forklare en optimal investeringsstrategi. Keynes tager udgangspunkt, i de individer der tilside-

sætter deres egen information og handler på baggrund af andres spekulation kan skabe en boble på *short-term*, der er baseret på overdrevet handel og optimisme. Teorierne forklarer således hvordan en ændring i adfærd vil kunne forhindre boblernes opståen, hvis investorerne har kendskab til pluralistisk ignorance og informationskaskader, og erkender at der faktisk bliver investeret på et forkert grundlag og at værdierne ikke stemmer overens med den faktiske aktiepris. Det kræver derved en ændring af adfærden, og ikke bare for den enkelte investor, men for den samlede masse. Dog vil en ændring umiddelbart ikke kunne realiseres i praksis, da ingen, ifølge den pluralistiske ignorance og informationskaskaderne, vil være de første til at bryde normen. Teoretisk set ville en ændring til at følge Keynes' og Famas optimale investeringsstrategi fra det ene sekund til det andet altså være hvad der skulle til for at undgå boblerne. Det er formentlig en utopisk tankegang, at man kan ændre en fundamental adfærd i samfundet, for som Keynes pointerer handler mennesket spontant.

Konklusion

Det er i projektet vist, hvordan Keynes og Fama teoretisk beskriver investeringsmarkedets tendenser. Keynes opererer med skellet mellem professionelle og private investor, og påviser hvilken forskel der ligger i disses investeringsstrategier. De professionelle tendenser til at handle kortsigtet på baggrund af spekulation, mens de private investeringsbeslutninger er præget af spontanitet. Fælles for investeringerne, og primært for de langsigtede, gælder at usikkerhed vil umuliggøre korrekt at forudsige fremtidige værdier. Således viser Keynes, hvorledes det psykologiske aspekt har indflydelse på investorernes handlinger.

I forhold til Keynes, påviser Fama sit markedsideal om *efficient markets* ud fra et matematisk udgangspunkt. Han inddeler information på markedet i tre dele; *weak*, *semi-strong* og *strong form*. Fama analyserer hvordan tilgængeligheden af *semi-strong form* anvendes i forhold til aktiesplit. Dette eksempel viser, hvorledes folk handler aktiers værdi op til et kunstigt niveau uden brugen af Famas ideelle investeringsmetode, som Herbert A. Simon betegner *substantive rationality*. Keynes anerkender modsat Fama, at al information hverken er opnåelig eller mulig at drage kolde kalkulationer ud fra. Derfor gælder, at den optimale investeringsproces for Keynes er en erkendelse af de begrænsede muligheder og en række overvejelser, som Simon begrebsliggør med *procedural rationality*. Dog er ingen af de to

rationelle investeringsmetoder, som Keynes og Fama præfererer udvist i den virkelighed, som de oplever.

Ved at inddrage de socialpsykologiske informationsbegreber pluralistisk ignorance og informationskaskader, har projektet belyst den flokkultur, der kan have indflydelse på individets valg af investeringer. Det psykologiske aspekt, som er en vigtig del af Keynes' teori om markedet, bygger informationskaskader og pluralistisk ignorance ligeledes på. Både Keynes' teori og de to fænomener benytter princippet om metodisk individualisme til at beskrive, hvordan individets beslutninger bidrager til den flokkultur, der kan skabe boblerne. Hos Fama bliver handlen øget på baggrund af nyheden om et aktiesplit, hvilket kan udvikle en boble. Hos Keynes er der hele tiden en vis distance mellem privat og professionel investor grundet information og anvendelsen af den. Denne distance skaber en mulighed for de professionelle for at manipulere med de private investorer og dermed skabe en informationskaskade. I Famas tilfælde er det de professionelle der i praksis bruger *semi-strong form*, der kan skabe informationskaskaden. Informationskaskaderne bliver dermed skabt af de stærke investorer, imens pluralistisk ignorance bliver skabt af den fælles ignorante masse, som Keynes behandler.

Keynes og Fama beskriver ikke direkte boblers opståen, men det er en konsekvens, der kan udledes af deres teorier. Famas undersøgelse af investorernes reaktion på aktiesplit, viser en kunstig forventning til virksomheden. Hvis de handlende investorer i *semi-strong form* bliver udsat for en effektiv informationskaskade, kan dette også skabe bobler. Keynes' teori viser, at bobler bliver skabt af spekulative tendenser, der bliver spredt til ignorante investorer og som oftest sker på kort sigt. Ved Famas aktiespliteksempel forekommer en form for *displacement* jævnfør Kindlebergers begreber, hvilket skaber euforien, der kan føre til skabelsen af en boble. Hos Keynes følger de ignorante individer massernes holdning, og *overtrader* markedet, da tilsyneladende hurtig profit tiltrækker den menneskelige spontanitet. Således påviser projektet, hvordan henholdsvis Keynes og Fama belyser finansielle boblers opståen og udvikling.

Projektet kan dermed konkludere, at det er muligt at sammenkoble de to informationsfænomener, pluralistisk ignorance og informationskaskader, med Keynes' og Famas teorier til at skabe en forståelse for hvordan individers investeringsstrategi kan skabe en boble. Det er

imidlertid ikke muligt at give et fuldkomment billede af hvordan boblerne opstår, da flere faktorer, end hvad projektet har undersøgt, har indflydelse på markedet. Den menneskelige spontanitet besværliggør udarbejdelsen af en konkret teori om økonomisk adfærds indvirkning på bobler. Da projektet er baseret på et teoretisk grundlag er det derfor ikke opnåeligt at konkludere, om et fuldkomment billede ville afhjælpe finansielle boblers opståen.

Bibliografi

Bøger:

- Keynes, J. M. (1936): The general theory of employment, interest and money, MacMillan St Martin's press.
- Hansen, P. G. & Hendricks, V. F. (2011): Oplysningens blinde vinkler, 1.udgave, Samfundslitteratur.
- Kindleberger, C. P. (1996): Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, 3rd edition, New York.
- Simon, H.A. (1976): Method and appraisal in economics, Cambridge University Press.
- Hviid Jacobsen, M., Lippert-Rasmussen, K. & Nedergaard, P. (2010): Videnskabsteori – i statskundskab, sociologi og forvaltning, København: Hans Reitzels Forlag.
- Smith, Adam (1903): An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, London; Routledge, G. & Sons.

Artikler:

- Fama, E. (1970): Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical work, The journal of Finance, vol. 25, No. 2, Papers and proceedings of the twenty-eight annual meeting of the American finance association New York, N.Y. December, 28-30, s. 383-417, Wiley, American Finance Association.
- McFarland, C. & Miller, D. T.: Pluralistic Ignorance: When Similarity is Interpreted as Dissimilarity,"Journal of Personality and Social Psychology, 1987, vol. 53, No.2, 298-305".

Hjemmesidereferencer:

- MarketWatch: <http://www.marketwatch.com/story/conventional-wisdom-says-financial-crisis-is-over-2010-12-08?pagenumber=2>
- Det Kongelige Bibliotek: <http://wayback.kb.dk:8080/wayback-1.4.2/wayback/20100107153228/http://www2.kb.dk/elib/lit/dan/andersen/eventyr.dsl/hcaev009.htm> d. 26-04-2013