



Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>

Soziologisches Institut – Prof. Dr. Katja Rost



# EFFIZIENZ, ANOMALIE, SOZIALE EINBETTUNG: WARUM VERSAGEN FINANZMÄRKTE? Einführungsveranstaltung



# Verwendete Literatur

---

- Dahrendorf, R. (2010). Homo Sociologicus. Ein Versuch zur Geschichte, Bedeutung und Kritik der sozialen Rolle, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 17. Auflage.
- Opp, K.-D. (1986). Das Modell des Homo Sociologicus. Eine Explikation und eine Konfrontierung mit dem utilitaristischen Verhaltensmodell, Analyse & Kritik, 8, 1-17.
- Beyer, J. (2009). Varietät verspielt? Zur Nivellierung der nationalen Differenzen des Kapitalismus durch globale Finanzmärkte., KZfSS, Sonderheft 49, 305-325.
- Fligstein, N. & Dioun, C. (forthcoming). Economic Sociology, in: Wright, J., International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences, Elsevier, Oxford, UK.
- Zuckerman, E. W. (2012). Market Efficiency: A Sociological Perspective. In: Handbook of the Sociology of Finance.
- Preda, A. (2007). The Sociological Approach to Financial Markets, Journal of Economic Surveys, 21 (3), 506-533.
- Tarim, E. (2008). Studying Financial Markets: Issues of Methodology and Disciplinary Boundaries, Edinburgh Working Papers in Sociology.

# Inhalt

---

- 1. Homo oeconomicus & sociologicus**
2. Finanzmärkte in den Wirtschaftswissenschaften
3. Finanzmärkte in der Soziologie
4. Soziologische Theorieansätze auf Finanzmärkte

# Homo oeconomicus

---

- Theoretische Modell zur Beschreibung menschlichen Handelns in der Wirtschaftswissenschaft
- Beschreibt einen **vollständig rational handelnden Akteur**
- Dieser kann vor einer Entscheidung über alle möglichen Alternativen eine klare Präferenzordnung bilden und sich dann unter Beachtung gegebener Restriktionen für die beste Alternative (gemäss seiner Präferenzen) entscheiden
- Typische Annahmen:
  - Vollständigkeit: Der Akteur ist vollständig informiert über Märkte, Güter und seine eigenen Präferenzen. Er kennt jede Alternative und weiss genau ob er indifferent ist oder eine Alternative der anderen vorzieht (Transitivität gilt hier).
  - Nutzenmaximierend: Er wählt die Alternative mit dem höchsten Nutzen für ihn, unabhängig von der Entscheidung anderer Akteure (handelt nicht opportunistisch).
- Bei Entscheidungen unter Unsicherheit wird der Homo oeconomicus als Erwartungsnutzenmaximierer modelliert

# Kritik am Homo oeconomicus

---

- Egoistisches Menschenbild
  - Falsch: Homo oeconomicus ist lediglich eine Beschreibung von menschlichem Verhalten gemäss gegebener Präferenzen
  - Intrinsische Motivation, die der Entscheidung zugrunde liegt, ist nicht Erklärungsbestandteil (Beweggründe fehlen)
  - Homo Oeconomicus ist deskriptives Verhaltensmodell ohne normative Aussagekraft
- Rationalitätsannahmen
  - bilden echtes menschliches Verhalten unzureichend ab -> Menschen sind nicht vollständig rational
- Erwartungsnutzen
  - fehlende Informationen und Zufälle werden nur unzureichend berücksichtigt
- Nutzensatisfizierer statt -maximierer
  - es kann vorkommen, dass ein Mensch sich für eine Alternative entscheidet, die er selbst vor der Entscheidung nicht als beste Alternative einschätzte (vergessliches, impulsives, verwirrtes, emotionales oder kurzsichtiges Handeln)
  - Menschen suchen oftmals nicht die beste Alternative, sondern brechen die Suche ab, wenn eine zufriedenstellende gefunden wurde

# Grenzen der Rationalität des Homo oeconomicus

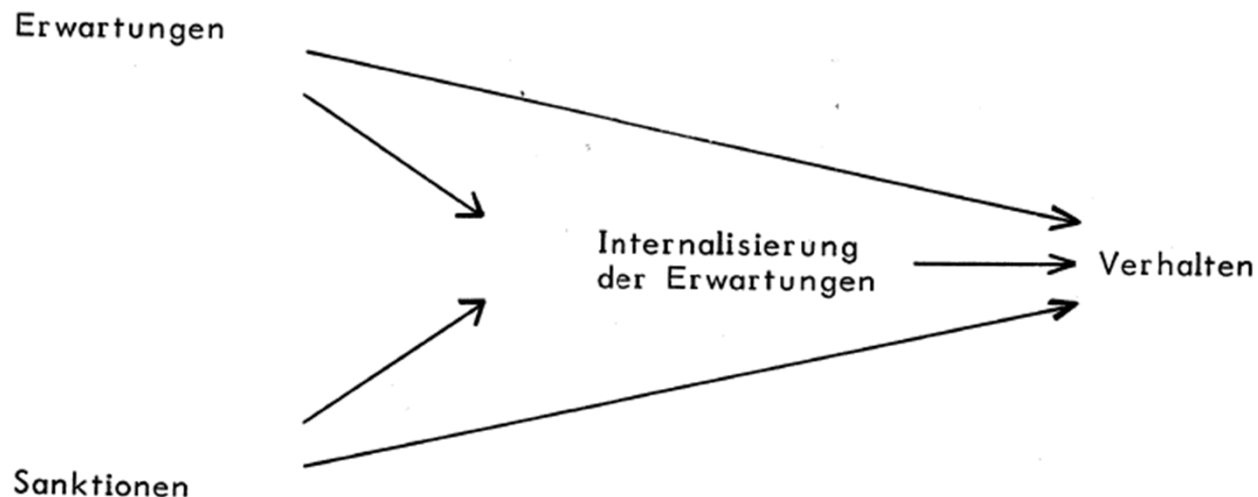
---

- Framing-Effekt
  - Wenn ein Agent eingeladen wird, einen Kaffee oder Tee zu trinken, nimmt er die Einladung an und wählt einen Kaffee. Wird er aber eingeladen, einen Kaffee oder Tee zu trinken oder vielleicht einen Joint zu rauchen, lehnt er die Einladung ab. Zusätzliche, aber eigentlich für Entscheidung irrelevante Information (Joint rauchen) beeinflusst Akteur in seiner Entscheidung.
- Zyklische Präferenzen (Transitivität nicht erfüllt)
  - Der Agent bewertet 3 Güter (Gut 1,2,3) mit Gut 1 > Gut 2 > Gut 3. Ein Händler könnte ihm nun anbieten, gegen eine kleine Zuzahlung Gut 1 gegen Gut 3 einzutauschen. Anschließend bietet der Händler dem Agenten an gegen eine weitere kleine Zuzahlung Gut 3 gegen Gut 2 einzutauschen. Der Agent willigt ein. Danach wird in gleicher Weise Gut 1 gegen Gut 2 für eine dritte kleine Zahlung getauscht. Der Agent besitzt dann wieder Gut 1, ist aber an Geld ärmer geworden. Dieser Fall zirkulärer Präferenzen bildet keine Präferenzordnung und verstößt gegen die Transitivitätsannahme.

# Homo sociologicus

---

- Theoretische Modell zur Beschreibung menschlichen Handelns in der Soziologie
- Ein durch die Gesellschaft bedingter Akteur, der sich Normen, Werten und Erwartungen beugen muss
- Bei Rollenkonflikt fügt sich der homo sociologicus immer der sozialen Rolle, bei der der Druck durch Normen, Werte und Erwartungen am stärksten ist.



# Muss-, Kann-, Soll-Erwartungen

---

- Muss-Erwartungen sind in jedem Fall zu erfüllen. Oft sind solche gesellschaftlichen Erwartungen gesetzlich geregelt und eine Verletzung wird dementsprechend nicht nur mit sozialen Sanktionen sondern auch mit rechtlichen Strafen geahndet. Beispiele für Verletzungen von Muss-Erwartungen sind Diebstahl oder Mord.
- Soll-Erwartungen werden bei Verletzung mit sozialen Sanktionen geahndet. Soll-Erwartungen sind beispielsweise leises Verhalten in einer Bibliothek oder pünktliches Erscheinen am Arbeitsplatz.
- Kann-Erwartungen ziehen in der Regel keine negativen Folgen nach sich, wenn sie nicht erfüllt werden. Außergewöhnliches Engagement oder allgemein altruistisches Verhalten fällt unter diesen Bereich. Wenn sie erfüllt werden, können dadurch positive Reaktionen, wie etwa Zuneigung oder Anerkennung, hervorgerufen werden.



# Kritik am Homo sociologicus

---

- Verhalten, das nicht normativ reguliert ist, kann nicht erklärt werden.
- Wenn Normen existieren und diese nicht befolgt werden, wird normabweichendes Verhalten nicht erklärt.
- Wenn konfliktierende Normen bestehen, kann nicht erklärt werden, welches Verhalten auftritt.

# Homo sociologicus als Spezialfall des utilitaristischen Verhaltensmodells

## Annahme 1:

Bei Handlungen, die normativ reguliert sind, liegt keine Entscheidungssituation vor.

## Annahme 1A:

Eine bestimmte Handlung H sei normativ reguliert und ein Individuum percepiere die Ausführung dieser Handlung als einzige Handlungsalternative.

## Annahme 2:

Handlungen normativ reguliert sind, dann sind die einzig relevanten Präferenzen die Befolgung von Normen, die Vermeidung negativer und die Erzielung positiver Sanktionen.

## Annahme 2A:

Eine Handlung H sei normativ reguliert und die einzigen Präferenzen seien 'Befolgung der Norm', 'Erzielung positiver Sanktionen' und 'Vermeidung negativer Sanktionen' bei Nicht-Ausführung von H.

## Annahme 3:

Handlungen normativ reguliert sind, dann sind die einzigen Restriktionen Sanktionen, die für die Befolgung einer Norm von Bedeutung sind.

## Annahme 3A:

Die einzigen Restriktionen bei Ausführung (bzw. Nicht-Ausführung) von H seien positive und negative Sanktionen.

# Inhalt

---

1. Homo oeconomicus & sociologicus
- 2. Finanzmärkte in den  
Wirtschaftswissenschaften**
3. Finanzmärkte in der Soziologie
4. Soziologische Theorieansätze auf Finanzmärkte

## **Financial Economics: „Der Markt kann nicht langfristig geschlagen werden“**

- (The science of) the management of money and other assets
- Effizienzmarkthypothese von Fama
  - alle Marktteilnehmer – also Käufer ebenso wie Verkäufer – sind vollständig rational und agieren auf der Basis gleicher Informationen.
  - Die Summe dieser Informationen ist jederzeit bereits in den Kursen verarbeitet.
- Demnach ist kein Teilnehmer in der Lage, den Markt auf Dauer zu schlagen

## Drei Kernaussagen der Effizienzmarkthypothese

---

- Schwache Effizienz
  - Aus den Kursverläufen der Vergangenheit kann nicht auf Kurse in Gegenwart und Zukunft geschlossen werden. Informationen aus der vergangenen Marktentwicklung sind bereits eingepreist.
  - Die beste Schätzung des zukünftigen Kurses ist demnach der aktuelle Kurs, eine bessere Prognose z.B. durch technische Analyse sei nicht möglich.
- Mittelstarke Effizienz
  - Alle marktrelevanten öffentlich zugänglichen Informationen sind zusätzlich zu den Kursverläufen der Vergangenheit bereits im Kurs enthalten.
  - Fundamentalanalyse ist demnach sinnlos, weil alle öffentlich verfügbaren Informationen sowieso schon eingepreist sind.
- Starke Effizienz
  - Alle marktrelevanten öffentlichen- und Insider-Informationen sind bereits im Kurs enthalten.
  - Demnach lohnt sich nicht einmal Insiderhandel. Bei Anwendung der starken Hypothese ist die Nichtvorhersagbarkeit der Aktienkurse die unmittelbare Folgerung.

# (Empirische) Überprüfung der Effizienzmarkthypothese

- Eine Vielzahl von Theorien und Konzepten (z.B. Portfoliotheorie, Capital Asset Pricing Model oder Value-at-Risk) baut auf der Effizienzmarkthypothese und der Annahme eines streng rationalen Homo Oeconomicus auf
  - Mathematische Modelle und Gleichungssysteme zur Beschreibung rationalen Investorenverhalten
  - Bei empirischer Prüfung
    - Börsendaten meist aus Datastream
    - Längsschnittdaten
    - Eventanalysetechniken

# Kritik an der Effizienzmarkthypothese

---

- „Das Scheitern des Modells der Effizienzmarkthypothese ist so dramatisch, dass es unmöglich erscheint, das Scheitern solchen Dingen wie Datenfehlern, Problemen des Preisindex oder Änderungen im Steuerrecht zuzuschreiben.“ Robert J. Shiller, 1981
- Bei der empirischen Überprüfung wurden Anomalien gefunden, die im Widerspruch zur Effizienzmarkthypothese stehen wie z.B. Kalenderanomalien („Januareffekt“), Über- und Unterreaktionen und längere Phasen der Übertreibung (Spekulationsblasen)
- Schwache Effizienz in der Realität nicht gegeben
  - Eine serielle Korrelation von Kursen besteht höchstens kurzfristig, ein systematisches Ausnutzen von Informationen erfolgt aufgrund der Transaktionskosten nicht.
- Mittelstarke Effizienz tendenziell bestätigt
  - Aufgrund von methodischen Problemen sind diese Ergebnisse jedoch mit Vorsicht zu behandeln.
- Starke Effizienz kommt in der Realität nicht vor
  - Bei Veröffentlichung wichtiger Informationen sind an den Börsen regelmäßig signifikante Kursveränderungen zu beobachten; die Informationen können nicht schon vorher eingepreist gewesen sein.

## **Gegenargument für das Festhalten an der Effizienzmarkthypothese**

«The perfect-market model (rational investors plus complete and free information) does not reflect the realities and complexities of financial markets, stating that recognition of institutional structures and informational costs would explain the otherwise market anomalies as labelled by the perfect-market model (486-7).

Nevertheless, he adds that this model may provide the best description of the financial markets in the long run.» (Merton 1987)



# Behavioral Finance

---

- Beschäftigt sich mit irrationalen Verhalten auf Finanz- und Kapitalmärkten
  1. Heuristik: Menschen treffen Entscheidungen häufig auf Grundlage einer einfachen, schnellen und stabilen Daumenregel, nicht nur aufgrund einer Analyse aller Informationen
  2. Framing: Die Art und Weise, wie ein Problem oder eine Entscheidung vorgestellt wird, beeinflusst die Handlung des Entscheidenden.
  3. Market inefficiencies: Markthandlungen erklären, die der vernünftigen Erwartungen und der Markteffizienz zuwiderlaufen (Markt'anomalien). Diese beinhalten fehlerhafte Bepreisung, unvernünftige Entscheidungen und Anomalien beim Gewinn.

# Wiederentdeckung der Psychologie in der Ökonomie

---

- Fehlen von Symmetrie zwischen den Entscheidungen, Ressourcen zu erwerben oder zu behalten („Spatz-in-der-Hand-Paradox“)
- Verlustaversion oder Bedauern, das mit Entscheidungen verbunden ist, bei der Objekte, zu denen eine starke gefühlte Bindung besteht (zum Beispiel das Haus), vollkommen verloren werden können (Dies kann z.B. erklären, warum die Preise auf dem Immobilienmarkt sich bei schwacher Nachfrage nicht den Angebotspreisen nähern)

# Inhalt

---

1. Homo oeconomicus & sociologicus
2. Finanzmärkte in den Wirtschaftswissenschaften
- 3. Finanzmärkte in der Soziologie**
4. Soziologische Theorieansätze auf Finanzmärkte

# Der soziologische Blick auf Finanzmärkte

---

- «In reviewing the above work from financial economics and behavioural finance, there was nothing about what a financial market or traders look like in flesh, how they buy and sell securities, what kind of norms and values are prevalent among market community and so forth. ... Sociologists look at financial markets by focusing on role structure, gender, belief systems, norms and values, the role of technology and theories, institutions, behaviours, etc, all of which are either ignored by financial economics or studied for a specific purpose as in the case of behavioural finance.» (Tarim, 2008: 11)
- «the multifaceted study of financial markets as webs of social interactions can contribute to a better understanding of their position and role in advanced societies, a position that goes well beyond the allocation of scarce resources and the processing of economic uncertainties» (Preda, 2007: 507)

# Die globale Finanzkrise 2008

---

- Notverkäufe, (Teil-)Verstaatlichung, Insolvenzen z.B. Lehman Brothers
- Schlimmste Wirtschaftskrise seit 1930
- Regierungen der führenden Wirtschaftsnationen schnüren Hilfspakete für die Finanzbranche in mehrstelliger Milliardenhöhe
- Globalität der internationalen Finanzmärkte trägt die Krise in Schwellenländer (Kapitalflucht) und führt teilweise zum Staatsbankrott (Island, Griechenland)
- Gesellschaftliche Auswirkungen sind immens

# Erstarktes Interesse der Soziologie

---

- Varieties-of-Capitalism-Perspektive
  - Globalität der Finanzmärkte wichtig für Entwicklung des Kapitalismus
  - Aber: Institutionen des Finanzmarktes sind integraler Bestandteil nationaler Produktionssysteme
  - Differenzen zwischen verschiedenen Spielarten des Kapitalismus bleiben bestehen
- Finanzmarktkapitalismus-Perspektive
  - Länderübergreifender Trend der Finanzmarktorientierung der Wirtschaft
  - Nivellierung nationaler Differenzen

# Varieties-of -Capitalism-Perspektive

---

- Nationale Differenzen in Ausgestaltung industrieller Beziehungen, in Aus- und Weiterbildung, bei Institutionen der Unternehmenskontrolle, Finanzierung von Unternehmensaktivitäten etc. führen zu unterschiedlichen Kapitalismustypen
- Liberaler, anglo-amerikanischer Kapitalismus baut auf Wettbewerbsmechanismus
  - Marktbasierte Finanzsysteme mit öffentlich taxierbare Informationen zur Risikoabschätzung
  - Externe Unternehmensfinanzierung über Aktienemissionen und Unternehmensanleihen
  - Börsenkapitalisierung gemessen am BIP sehr hoch
- Kontinentaleuropäischer Kapitalismus baut auf strategisch koordiniertes Handeln
  - Bankbasierte Finanzsysteme mit Orientierung an der Reputation des Kreditnehmers
- Konvergenzthese im Rahmen der Globalisierung wird zumeist abgelehnt bzw. zu Gunsten hybrider Kapitalismusformen bejaht -> Grund historische Pfadabhängigkeiten zwischen den Institutionen

# Komparative Vorteile im Varieties-of-Capitalism

- Liberaler, anglo-amerikanischer Kapitalismus
  - + Grundlageninnovationen
  - Inkrementelle Weiterentwicklung etablierter Technologien
  - Häufung von Investmentbanken
- Kontinentaleuropäischer Kapitalismus
  - + Herstellung diversifizierter Qualitätsgüter
  - Kurzfristig orientierte Produktmarktstrategien
  - Häufung von Universalbanken mit starker Kreditbankorientierung
- Institutionelle Vielfalt ist ein Vorteil für MNUs und trägt zur Verfestigung nationaler Unterschiede bei



# **Gesellschaftliche Machtbalance im Varieties-of -Capitalism**

---

- Interessen sind verschieden organisiert
- Regierungen nehmen unterschiedlich Einfluss auf Wirtschaft
- Vorstellungen der Bürger über sozial gerechte Zustände ist länderspezifisch

# **Finanzmarktkapitalismus-Perspektive: Wandel von Eigentumsverhältnissen**

- Verdrängung der Kleinaktionäre und Nichtfinanz-Unternehmen («Blockholder») durch Investmentfonds, Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger
  - Können in Folge von 3-4% Beteiligungen exit und voice als Mittel zur Durchsetzung von Eigentumsrechten kombinieren
  - Diese tragen geringes Risiko und erhöhen ihren Einfluss auf Geschäftspolitik mit Drohung durch Abwanderung und Kursverluste
  - Rendite-Konkurrenz der Fonds untereinander wird auf Unternehmen übertragen
- Ursachen
  - Anwachsen des privaten Finanzvermögens der Bevölkerung
  - Umgestaltung öffentlicher Rentensysteme mit staatlicher Förderung kapitalgedeckter Privatversicherungen
  - Eigendynamiken der Investmentunternehmen (z.B. Reinvestition von Renditen über zusätzliche Kreditaufnahme in neue Spezialfonds (Leverage), Ausschachten von Investitionsobjekten)

# **Finanzmarktkapitalismus-Perspektive: Exit-Investitionslogik («Phantasie»)**

- Ausbreitung einer Exit-Investitionslogik auf Grundlage von Erwartungs-Erwartungen
  - Erzielung aussergewöhnlicher Renditen über Logik des Prägens von Entwicklungstrends und Verkaufs = überschüssende Phantasien
  - Anfällig für Bildung von Spekulationsblasen: Hochschaukeln positiver Erwartungen und Manie lässt Kurse in die Höhe schiessen
  - Führt zu Panik und anschliessendem Crash: Auslösen von Verkaufsdruck wenn Marktteilnehmer merken dass Wertbestimmung fundamental nicht gerechtfertigt ist
- Erwartungsbildung wird durch öffentlich zugängliche Informationen erleichtert («kalkulierbares Risiko»)
  - Entstehung einer globalen Infrastruktur von Rating-Agenturen, Beratern, Analysten
  - Wissensindustrie fördert Vertrauen der Investoren in vermeintliche Informationseffizienz des Marktes
- Gewinner zyklisch wiederkehrender Über- und Unterbewertung sind professionelle Investoren zu Lasten der breiten Masse

# Finanzmarktkapitalismus-Perspektive: Wandel von Leitbildern

---

- Moderne finanzwissenschaftliche Theorien verändern Finanzmärkte (self-fulfilling prophecy)
  - Viele Theorien, die heute das Börsengeschehen erklären, konnten zum Zeitpunkt ihrer Entwicklung keine befriedigenden Prognosen liefern
  - Finanzmarktakteure handeln nach der Theorie
  - Technisierung überträgt Modell in die Realität
- Prinzipien der Unternehmensführung und -kontrolle haben sich geändert
  - Diversifikationsstrategie versagt in den 70-er Jahren in Folge der wachsenden Konkurrenz durch ausländische Unternehmen
  - Finanzwissenschaftliche Agency-Theorie bot Hilfe: Shareholder-Value als Unternehmensziel (Markt für Unternehmenskontrolle als Disziplinierung, Kernkompetenzen, Fremdfinanzierung etc.)
  - Setzt sich zeitversetzt auch im koordinierten Kapitalismus durch welcher mit mangelnder Transparenz und Bankenmacht gleichgesetzt wird
- Erfolg und wachsendes Ansehen amerikanischer Investmentbanken fördert Verbreitung neuer finanzmarktorientierter Vorstellungen
  - Finanzmanager in Führungspositionen (CFO)
  - Einrücken von Investmentfonds in Eigentümerkreise
  - Unternehmensberatungen predigen EVA oder MVA zur Bestimmung des Wertgewinns – realer wirtschaftlicher Erfolg wird zu Gunsten einer «financilized superstructure» nebensächlich

## **Finanzmarktkapitalismus-Perspektive: Wandel von Regulierungen, Gesetzen**

- Einführung des Bretton-Woods-Systems nach dem Zweiten Weltkrieg (US-Dollar wird Ankerwährung) führt zum Abbau internationaler Kapitalverkehrsbeschränkungen und Liberalisierung nationaler Finanzmärkte
- Europäische Union verankert 1990 europaweite Betätigungsrechte für Wertpapierdienstleistungen und -handel
- Seit 1990 Reformen der Unternehmenskontroll-Regelungen in allen westlichen Industrieländern aus Mitte-Links-Spektrum führt zur Stärkung der Rechte der Investoren (Schutz von Minderheitsaktionären, Stärkung Börsenaufsicht, Erhöhung Transparenzpflicht etc.)

# Inhalt

---

1. Homo oeconomicus & sociologicus
2. Finanzmärkte in den Wirtschaftswissenschaften
3. Finanzmärkte in der Soziologie
4. **Soziologische Theorieansätze auf Finanzmärkte**

# Markets as Networks and as Groups

---

- Investigates how networks of social relationships shape the dynamics of financial transactions, and how they influence price, volume and volatility.
- Markets are not only systems of exchange, but also networks of social relationships primarily oriented towards internal observations.
  - Trust relationships (Granovetter)
  - Routines and habits contribute to stability, reproduction and the processing of uncertainties (White)
    - Market actors continuously send signals to each other that play a key role in decision about products, pricing and quality
    - To interpret such signals, actors need to share the same frame of perception. This is ensured by activities such as going to business conventions, membership in the same clubs or after-work socializing
  - Pricing practices are network based (e.g. Uzzi and Lancaster, 2004), influenced by prestige and status (e.g. Podolny, 2005) or by routines (e.g. Velthuis, 2005) and rituals (e.g. Smith, 1989).

# **Example The Social structure of a major trading floor (Baker, 1984)**

- Traders do not behave like perfectly rational actors ('hyperrational'), but are aware of their own cognitive limitations, as well as of the imperfect character of the information they receive
  - Being constantly confronted with uncertainties, but also under pressure to make profits, traders need to use their networks on the floor in order to gather meaningful information
  - Micro-networks (defined by spatial vicinity on the exchange floor and closer-knit relationships) and macro-networks (given by spatial distance and looser relationships), impacting the traders' information processing as well as their opportunistic behaviour in different ways.
  - Micro-networks exert more social control, keep opportunistic behaviour in check and distribute information more efficiently. Macro-networks appear to be less competitive and tend to split into subgroups
  - Since traders are compelled to widen their search for information by expanding their relationships, small groups of traders grow in size, while larger networks subdivide into smaller groups. These different dynamics have an impact on market performance, which, paradoxically, appears to be low in closed small groups, increases while micronetworks open up and diversify and then decreases again in macro-networks
- Baker's study was that of a 'classic' trading floor, on which prices are established in the process of direct, face-to-face interaction among traders. As financial markets have moved towards electronic trading a whole series of new questions arise, concerning the role of online trading technologies, the ways in which they shape trading behaviour, and their influence on the pricing process.



# The Role of Information Intermediaries

---

- Securities analysts act as product critics, classifying securities and comparing them with other ‘products’ in the same category.
  - process uncertainties
  - help creating the perception framework in which traders and investors act.
- But financial markets are composed both of clear-cut categories and of zones of uncertainty (Zuckerman, 2004).
  - The prices of securities belonging to areas of uncertainty (classified by analysts in controversial or incoherent ways) do not behave according to the hypothesis of efficiency.
  - Their volatility as well as their trading volume is higher by comparison and not explainable by other factors (Zuckerman, 2004, p. 427).
- Re-assessment of the debates among proponents and opponents of the efficient markets hypothesis
  - financial markets are actually characterized by ‘structural incoherence’
  - they include zones that seem to confirm the EMH, as well as zones that seem to disconfirm it, according to whether we encounter coherent, consensual classifications or not

# Networks, Groups and Information

---

- Markets are inward-oriented networks that channel information both about the objects being traded and about trading partners.
  - Information can be seen as processing altercentric (if concerning transacted objects) or egocentric uncertainties (if concerning the actors' status and relationships; Podolny, 2001, p. 37).
  - A way of avoiding egocentric uncertainties would be the clustering of some actors in high-status market zones, in which actors know each other and entertain close relationships. Trust in the partners' quality leads then to increased trust in the quality of transacted objects.
- Podolny takes venture capital markets as a case study. The outcome of investments is highly risky (altercentric uncertainty) and the partners' trustworthiness is not always taken for granted (egocentric uncertainty).
- A social tie is not only a pipe through which information flows, but, when viewed by a third-party observer, information in itself.

# **Financial Markets as Social and Political Institutions**

---

- The impact of markets goes well beyond the allocation of material and monetary resources; their influence on modern, developed societies can be located in domains such as social policy (e.g. pension systems), ethics, or culture (witness here, among others, a long literary tradition dealing with financial speculation).
- Market transactions cannot be separated from rituals, symbols and belief systems.
- Ethnography of Wall Street bond traders (Mitchel Abolafia 1996)
  - While the accumulation of personal wealth is a dominant goal for bond traders, it is by far not the only one (and not necessarily the ultimate one). In interacting with each other, traders engage in social games that produce a hierarchy or ranking.
  - These games imply both hyperrational behaviour and opportunism. Opportunism includes offering incomplete information and/or actively distorting information; this is countered by the traders' vigilance, making them engage in a continuous search for information, as well as in information checks and evaluation of its relevance.
  - The search for information, a key feature of trading financial securities, appears in this perspective not as driven primarily by objective, interaction-external uncertainties, but by uncertainties generated in the games traders play with each other.

# Political Institutions and Financial Markets (1)

---

- Information is replaced by power as central with respect to the place taken by financial markets within economic life and, more generally, within society.
- The state (or political institutions) appears not as the antonym of markets, but as deeply intertwined with them.
  - States create markets by setting in place regulatory frames that comprise property rights, governance structures and rules of exchange.
  - Political interests do not designate here simply the state's interests, but also those of various groups. They will determine the adoption of a specific legal frame (with important consequences for market liquidity, for instance), as well as specific patterns of shareholding.
- (Financial) markets are characterized not so much by (perfect) competition as by niche carving, by orientation towards peers within the same segment and by the accommodation of specific group interests.
  - Market rules are political in nature, in the sense of being the outcome and the expression of power relationships, of being shaped by the interaction between market actors and political institutions.
  - These rules create stability by encouraging if not triggering market internal differentiation into niches and segments to the effect that competing firms orient themselves to each other within a given segment.

## **Political Institutions and Financial Markets (2)**

---

- Cultural means used by market actors to attain, stabilize and reproduce specific interests become self-sustaining
  - take the form of a particular rhetoric about market efficiency, or of discourses about the interests of shareholders.
  - E.g. the increasing importance of the chief financial officer as a top-level position is interpreted as the result of a successful redefinition of group interests as being synonymous with the general interests of investors, a redefinition promoted by takeover firms, institutional investors and securities analysts.
- It is less the efficiency of one business model over another that contributes to its dominant position; the success of business models is given by the ability of given groups to impose them and provide a rationalization acceptable to the larger society.

# **Financial Information and Cognition as Objects of Sociological Investigation (1)**

---

- Market actors are assumed to be able to distinguish between relevant and irrelevant information, between (meaningful) signals and noise without recourse to issues of cognition. Yet, what does it mean – from the viewpoint of market actors – to use price information?
- Price data are treated as a practical problem for market actors and not as the given or natural basis of financial transactions.
  - The veridicality, robustness and reliability of price data are not independent of cognitive activities such as observation and memorization, or of the technologies allowing data recording, observation and storage.
  - E.g. the significance of price and volume data communicated among traders depends on their bodily posture, pitch of voice and attitude.
  - In automated trading, where names are not displayed on the screen, traders have developed methods for guessing the identities of their counterparts from the price and data volume displayed on screen.

## **Financial Information and Cognition as Objects of Sociological Investigation (2)**

---

- Technology is not neutral with respect to what constitutes price data as well as other trading-relevant information.
- Before the ticker machine was invented, stock exchanges used messenger boys to record and circulate securities prices on paper slips. This technique made price recording unreliable, susceptible to gaps and to data losses, and encouraged the existence of parallel markets within the same location.
- The introduction of the stock ticker
  - allowed for a continuous recording in near real time and encouraged, the unification of markets that previously coexisted in the same location, and required continuous attention on the part of market actors.
  - encouraged a reorganization of the trading floor based on the differentiation among trading posts specialized in certain classes of securities. Some brokers and traders switched from trading to the commercialization of price chart interpretations, starting what became later an institutionalized branch of financial analysis.
  - was used as an argument by the US Supreme Court in declaring financial markets as fraught with public interest, a definition that opened the way to public regulation of market transactions.
- Market actors creatively use the tools and resources at their disposal in order to create information differences and to trade on their basis.

# The Uses of Formal Models in Trading

---

- The performativity argument claims that formal economic models do not simply represent economic phenomena (such as market transactions), but can create them too.
- E.g. the homo oeconomicus is not just an abstract model, but a series of behavioural scripts put into practice by implementing theoretical models of market transactions.
- Traders started using the Black–Scholes–Merton formula in spite of the fact that its theoretical prices did not fit empirical data.
  - They adopted it because it was freely available, simple, came from academia and the theoretical prices it generated could be printed on rolled paper sheets and taken on the floor of the exchange.
  - Traders used these paper sheets (containing theoretical prices) as a means of coordinating their actions and as a guide to trading.
  - Repeated use of theoretical prices generated empirical price data, which fit the predictions, confirming thus the validity of the formula.