

EL HERDING COMO PUENTE CONCEPTUAL ENTRE LA SOCIOLOGÍA Y LAS FINANZAS

Francesca Sacco

Universidad de Carabobo (Venezuela)

1. INTRODUCCIÓN

El Herding, se refiere a un proceso de imitación de comportamientos. Tal proceso se ha observado en muchas especies animales. Hay estudios científicos que demuestran la existencia de comportamientos de imitación en las aves, insectos, peces y mamíferos con la finalidad de búsqueda de alimento, la selección de territorio, la selección de pareja y otros.

Este fenómeno de imitación de comportamiento también se ha observado en humanos, quienes a menudo se influyen por las palabras de otras personas, sentimientos y acciones. De hecho, Blackmore (1999) sugiere que la evolución del tamaño del cerebro en los primeros homínidos estaba vinculada a la capacidad de imitar los comportamientos innovadores. A este respecto existen amplios estudios realizados en el campo de la Sociología como por ejemplo los estudios realizados por Tomasello (1993) y por psicólogos tales como Helbing 2000 quien señalan que ese instinto de imitación en los seres ha sido ejercido por los humanos durante miles de años con la finalidad de sobrevivir, así mismo la convergencia de respuestas similares en situaciones de estrés.

Este proceso de imitación de comportamiento, también se ha observado en las interacciones de los agentes financieros. Este fenómeno en Finanzas se observa en Payoff externalities, sanctions upon deviant behaviour, preference interactions, direct communication and observational influence.

En ese mismo orden de ideas, podemos afirmar que *Herding*, desde el punto de vista financiero, se refiere al comportamiento similar provocado por la interacción simultánea de los individuos en el mundo de las finanzas.

En este sentido y según afirmaciones del Sabourian (2004), profesor de la Universidad de Cambridge, durante los últimos diez años, el Herding se ha convertido en una importante herramienta en el análisis de cómo y por qué los agentes económicos aprenden a través de la observación en los grupos. El inicio de este tópico comenzó con las contribuciones de Hirshleifer, Subrahmanyam y Titman (1994). Los agentes económicos en constante aprendizaje basado en el comportamiento de los demás agentes y a través de chat, diarios, y por lo general en los mercados financieros, también a través de la observación de los movimientos de precios, o de las decisiones de compra y venta de otros. En este sentido, las decisiones financieras parece ser la mejor opción para el aprendizaje a través de la observación.

Si bien no podemos negar la existencia de negatividad en literaturas tales como las de Avery y Zemsky (1998) el cual provocó un estancamiento (durante algunos años) en el desarrollo de este fenómeno, en trabajos recientes como los de Sabourian, 2004 sugiere que el Herding puede ser una explicación a las persistentes alzas de precios y al loco comportamiento en los mercados. En este sentido, afirman que si se utilizan las herramientas de Herding, pudiéramos entender mejor los mercados financieros e incluso desarrollar propuestas de políticas para tratar de evitar los aumentos repentinos.

Adicionalmente, es importante señalar otro concepto relacionado: "Informational cascades" el cual se define como el comportamiento que es realizado tomando en cuenta el comportamiento de los gerentes anteriores sin tener en cuenta su propia información.

El presente trabajo, tiene como finalidad realizar una revisión bibliográfica del concepto Herding desde el punto de vista financiero; abarca una panorámica epistemológica del concepto, para luego adentrarnos al punto de vista financiero.

2. ANTECEDENTES

La imitación de comportamientos en los mercados de capitales ha sido estudiado por Bikhchandani y Sharma (2000), quienes definen Herding, como el comportamiento similar provocado por la interacción de los individuos, resaltando en sus investigaciones que la evidente intención de los inversionistas en copiar el comportamiento de otros inversores es un "Falso Herding". Para los autores referirse como "Falso Herding", es porque hacen "consciente" el comportamiento de imitación a los otros inversionistas. (Desde el punto de vista de la psicología, el comportamiento humano subyace en el inconsciente).

Hay una gran cantidad de estudios de carácter teórico y empírico que demuestran la irracional convergencia de las acciones de los inversionistas y los administradores que involucran irracionales variaciones de precios sin motivos relevantes, ampliando la volatilidad y la desestabilización de los mercados financieros, lo que comúnmente llamamos Burbuja de Precios.

Una Burbuja de Precios de los activos es una parte de un movimiento de precios de los activos, no explicado por los fundamentos racionales. Esta definición implica un alto, injustificado y creciente precio de los activos financieros, dando lugar a una convergencia en el comportamiento de los inversores irracionales.

Sin embargo, estos fenómenos donde convergen los Herding, en los mercados financieros pueden seguir un camino completamente racional causado por decisiones basadas en información imperfecta. Por lo tanto, el Herding en los mercados de capital no es un proceso 100% irracional, ya que un mercado puede reaccionar racionalmente a la información pertinente no percibida por el investigador. En este sentido, en la "Informational Cascades" la observación de otros agentes es tan útil que la acción de un individuo no depende de su información privada. En tal situación, una acción previa no genera información a observadores posteriores.

Scharfstein y Stein (1990), establecen que las preocupaciones de los gerentes de finanzas son una fuente relevante para explicar el comportamiento Herding. Hay otros gerentes con situaciones similares que siguen estrategias similares de inversión para preservar la incertidumbre acerca de la habilidad para seleccionar las poblaciones de derecho.

Por otro lado, se observan que otros estudios justifican el Herding como un proceso racional. En ese orden de ideas nos encontramos con los estudios de: Maug y Naik (1996).

Es necesario analizar el Herding en una parte importante de los mercados de capitales desarrollados: los inversores institucionales. Si bien existe una gran cantidad de estudios empíricos sobre el comportamiento de Herding en las decisiones de inversión institucional, en donde se observa evidencia de los fondos de inversión que imitan de manera significativa las decisiones de inversión anteriores realizadas por los fondos de éxito. En la mayoría de estos estudios empíricos no se prueba un determinado marco teórico del comportamiento Herding, que compruebe un vínculo directo entre modelos teóricos y la aplicación de medidas para poner a prueba el Herding.

Lakonishok (1992) propuso una medida de Herding obtenida de evidencias de convergencia en las decisiones de inversión en las carteras trimestrales que contengan 769 fondos de renta variable de los EE.UU. libres de impuestos desde 1985 hasta 1989, encontrándose un efecto más fuerte en pequeñas poblaciones.

Grinblatt, Titman y Wermers (1995) aplican la medida de Lakonishok sobre la cartera de participaciones trimestrales de 274 fondos de acciones de inversión de EE.UU. desde 1974 hasta 1984. Encontraron poca evidencia de Herding. También encontraron un fenómeno más fuerte y creciente de Herding en los fondos mutuales de renta.

Wermers (1999) también utiliza el enfoque de Lakonishok en las carteras de casi todos los fondos de inversión de EE.UU. existentes durante 1975-1994 y encontró una débil evidencia de Herding en las existencias medias, pero encontró evidencia de un mayor Herding en las poblaciones pequeñas y en las poblaciones con altos rendimientos históricos. Contrariamente a los resultados reportados por Grinblatt (1995) sugiere que el fenómeno de Herding es mucho más significativo en la venta que en la compra, siendo especialmente relevante este hallazgo en las pequeñas poblaciones.

Sias (2004) también se encuentra una fuerte evidencia de Herding en pequeñas poblaciones.

Nofsinger y Sias (1999) adoptan un enfoque diferente, encontrando evidencia de estrategias positivas para el impulso de la inversión en los inversores institucionales.

Christie y Huang (1995) proporcionan evidencia en contra de Herding mediante el uso de su medida de dispersión de la sección transversal en períodos de grandes variaciones de precios.

También existen otros estudios de carácter empírico que encontraron el Herding en el comercio diario con los diferentes grandes operadores institucionales (agentes de bolsa, bancos, fondos de cobertura) en los futuros mercados.

Lakonishok, Shleifer y Vishny (1992) realizaron investigaciones para encontrar el Herding en los mercados no estadounidenses. Otros ejemplos de esta investigación son Choe, Kho y Stulz (1999) y sus estudios realizados en la Bolsa de Valores de Corea; Lobao y Serra (2003) para una muestra de los fondos de inversión portugueses; Oehler (1998) para fondos alemanes; Zhangpeng y Rahman (2005) para una muestra de los fondos chinos. Observamos que en todas estas investigaciones de carácter empírico, cuyas muestras fueron Bolsas de países no estadounidenses, presentan en común comportamientos Herding.

Sin embargo, la mayoría de los trabajos de Lakonishok se enfocan en las decisiones de compra/venta decisiones distinguidas por las características del stock (capitalización pequeña o grande) o los objetivos de inversión de los inversores institucionales (fondos de crecimiento, los fondos de renta).

En definitiva, hay una falta de las conclusiones empíricas sobre Herding en la asignación de los activos estratégicos de los fondos de inversión, una de las decisiones más relevantes en un proceso de gestión de cartera.

3. MODELOS DE HERDING

De acuerdo con Sharma, Easterwood y Kumar, (2006) existen varios modelos de Herding:

El primer modelo se denomina “Information Based Herding and Cascades”. Es atribuido a Banerjee (1992) y está basado en la sencilla idea de que los agentes pueden obtener información útil a partir de la observación del comportamiento de agentes anteriores, hasta el punto que de llegan a hacer caso omiso de su propia información. Es lo que se conoce como “Informational Cascades”. Sin embargo, cuando los agentes saben que están en esta situación, que la cascada se basa en poca o ninguna información, por lo tanto, cualquier nueva información que aparezca o cambios en el valor subyacente de las acciones, podría dar lugar a la disolución de la cascada. Por lo tanto, la fragilidad es una característica clave en este modelo.

El segundo modelo, se conoce como Informational Acquisition Herding, propuesto por Hirshleifer, Subrahmanyam, y Titman (1994). Este modelo sugiere que los inversionistas deciden seguir el mismo conjunto de comportamiento o las mismas fuentes de información. Se enfoca en el corto plazo de los inversores, lo que lleva a desbordamientos positivos de información.

El tercer grupo de modelos denominado “Principal Agent Models of Herding” fue desarrollado por Scharfstein y Stein (1990). Este modelo se basa en la idea de que cuando los directores sienten incertidumbre de la capacidad de los agentes, los agentes tienen sentido para imitar las decisiones de otros agentes y de esa forma mitigar la incertidumbre del director sobre la capacidad de los agentes.

En cuarto lugar, los inversores institucionales pueden compartir aversión o preferencia a los stocks con ciertas características como la liquidez, nivel de riesgo, y el tamaño.

4. EL APORTE ESPAÑOL

He tomado dos investigaciones españolas que alimentan los estudios Herding. En ese orden de ideas he seleccionado el aporte realizado por Ferruz, Sarto y Vicente, y una segunda investigación realizada por Andreu, Ortiz y Sarto.

En la primera investigación citada, denominada: Herding behaviour in strategic asset allocations: information providers and followers, observamos que el objetivo de la investigación es “Describir el modelo aplicado con el fin de identificar la asignación estratégica de activos con fondos españoles y la metodología para evaluar el fenómeno de Herding en estas asignaciones”. La base de datos utilizada incluye las declaraciones mensuales de todos los fondos de capital interno español por un período de vida de al menos tres años. Siguiendo los criterios de inversión establecidos por los españoles de Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), estos fondos tienen que invertir más del 75% de su cartera en acciones españolas. El período mínimo es de tres años para los fondos incluidos en la muestra. Un total de 224 fondos son los que cumplen con estos requisitos dentro del periodo julio de 1994 a junio de 2002. La metodología que utilizaron los autores es la de Sharpe (1992) y aplicaron la medida de Lakonishok (1992). Finalmente los autores concluyeron que existe un fuerte comportamiento herding en todos los activos estratégicos. Este fenómeno es aún más relevante cuando se requiere un aumento del 1% ó 2% (disminución) en la asignación en un activo estratégico para ser considerado como una compra (venta) del fondo.

La segunda investigación, denominada: “Herding behavior in strategic asset allocations: new approaches on quantitative and intertemporal imitation”, realizada por Andreu, Ortiz y Sarto, tiene como objetivo el analizar desde un punto de vista cualitativo y cuantitativo, los cambios en la asignación de los activos estratégicos de pensiones de renta variable española, planes de inversión en renta variable Euro Zona. El estudio analiza los resultados mensuales de los planes de pensiones español que figuran en la categoría de renta variable en la Zona desde 2000 hasta 2007. En concreto, 61 carteras están incluidas en la muestra. Utilizaron la medida de Lakonishok (1992). Concluyendo, (al igual que la investigación anterior), que los resultados proporcionan evidencia empírica de un alto nivel de Herding con un comportamiento convergente a través del tiempo. Adicionalmente, en lo referente a “Informational Cascades” en la industria de fondos de pensiones españoles, encontraron que algunas carteras presentan capacidades de anticipación siendo los líderes de la industria. A diferencia de lo que cabía esperar, los resultados no confirman ninguna característica de convergencia tales como el tamaño del plan de pensiones o tamaño de la empresa de inversión entre estas carteras.

5. CONCLUSIÓN

El presente trabajo busca responder a la pregunta: “Qué es Herding”. Desde el punto de vista de la sociología, es un atributo de los humanos, ya que se trata de un comportamiento que tiende a

imitar las acciones (racionales o irracionales) de un grupo más grande. Hay un par de razones que justifican este fenómeno: La primera es la presión social de conformidad (deseo natural de ser aceptados por un grupo). La segunda razón es la poca probabilidad que un grupo tan grande esté equivocado, después de todo, incluso si usted está convencido de que una idea en particular o un curso o una acción es irracional o incorrecta, es posible que aún así siga a la “manada”, creyendo que saben algo que no lo hacen. (Esto es especialmente frecuente en situaciones en las que un individuo tiene muy poca experiencia).

Desde el punto de vista financiero, el concepto anteriormente coincide con la diferencia que ahora nos referimos a las interacciones financieras. En tal sentido nos encontramos dos posiciones opuestas por parte de los investigadores del tema: quiénes apoyan la existencia de este tipo de comportamiento en el mundo de las finanzas y quiénes no lo apoyan, de acuerdo a ello, hemos podido observar que la mayoría de las investigaciones aquí señaladas coinciden con la existencia de Herding en el mundo financiero.

Asimismo, nos encontramos con literatura, donde afirman la existencia de distintos modelos de Herding: Informational Cascades, Information Acquisition Herdings, Principal Agent Models of Herding.

BIBLIOGRAFIA

- Andreu, L.; Ortiz, C.; Sarto, J. (2009): *Herding behaviour in strategic asset allocations: New approaches on quantitative and intertemporal imitation*. Applied Financial Economics. Volumen 19. Issue 20.
- Avery, C.; Zemsky, P. (1998): *Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets*. American Economic Review, V88.
- Banerjee, A.(1992): *Simple Model of Herd Behavior*, Quarterly Journal of Economics Vol. 107.
- Bikhchandani, S.; Sharma, S. (2000): *Herd Behavior in Financial Review*. Working Paper, International Monetary Fund.
- Blackmore, S. (1999): *La máquina de los memes*. Ediciones Paidós Ibérica.
- Brown, N.; Wei, K.; Wermers, R. (2007): *Analyst recommendations, mutual fund Herding, and overreaction in stock prices*. Unpublished working paper, University of Southern California, University of Texas-Dallas, University of Maryland.
- Choe H.; Kho, B.; Stulz, R. (1999): *Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997*. Journal of Financial Economics Vol. 54.
- Choi, N.; Sias, R. (2009): *Institutional industry Herding*. Journal of Financial Economics. Volumen 94. Issue 3.
- Christie, W.; William, G.; Roger, D.; Huang, (1995): *Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd Around the Market?* Financial Analysts Journal, July-August.
- Del Guercio, D. (1996): *The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investment*. Journal of Financial Economics. Vol. 40.
- Falkenstein, E.G. (1996): *Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings*. Journal of Finance. Vol. 51.
- Ferruz, L.; Sarto, J.; Vicente, L. (S/F): *Herding behaviour in strategic asset allocations: information providers and followers*.
- Froot, K.; Scharfstein, D.; Stein, J.(1992): *Herd on the street: informational inefficiencies in a market with short-term speculation*. Journal of Finance Vol. 47.
- Gompers, P.; Metrick, A.(2001): *Institutional investors and equity prices*. Quarterly Journal of Economics. Vol. 116.
- Grinblatt, M.; Titman, S.; Wermers, R. (1995): *Momentum investment strategies, portfolio performance, and Herding: a study of mutual fund behaviour*. American Economic Review 85.
- Helbing, D. (2000): *Simulating dynamical features of escape panic*. Nature. International weekly journal of science. V. 407.

- Hirshleifer, D.; Subrahmanyam, A.; Titman, S. (1994): *Security analysis and trading patterns when some investors receive information before others*. Journal of Finance 49.
- Lakonishok, J.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1992): *The Impact of Institutional Trading on Stock Prices*, Journal of Financial Economics. Vol. 312.
- Lobao, J.; Serra, A.P. (2007): *Herding behaviour evidence from Portuguese mutual funds*. EFMA 2003 Annual Conference. Available at <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm> (accessed 1 June 2009).
- Maug, E.; Naik, N. (1996): *Herding and delegated portfolio management: the impact of relative performance evaluation on asset allocation*. IFA Working Paper N 223/1996.
- Nofsinger, J.; Sias, R. (1999): *Herding and feedback trading by institutional and individual investors*. Journal of Finance 54.
- Oehler, A. (1998): *Do mutual funds specializing in German stocks herd?* Finanzmarkt and Portfolio Management, 12, 452-65.
- Sabourian, H. (2004): *Herding in Financial Markets*. World Economic & Finance, Research Program. University of Cambridge. New York University. Toronto University. Available http://www.worldeconomyandfinance.org/project_descriptions/Sabourian_Herding_in_Financial_Markets.html
- Scharfstein, Stein, (1990): *Herd Behavior and Investment*. American Economic. Vol. 80.
- Sias, R. (2004): *Institutional Herding*. Review of Financial Studies. Vol. 17.
- SHARMA, V. (2004): *Two Essays on Herding in Financial Markets*. Dissertation submitted to the faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy In Finance. Available on <http://202.28.199.34/multim/3123727.pdf>
- Sharma, V.; Easterwood, J.; Kumar, R. (2006): *Institutional Herding and the internet bubble*. Unpublished working paper, University of Michigan- Dearborn and Virginia Tech.
- Tomasello, M.(1993): *Cultural origins of human cognition*. United States.
- Wermers, R. (1999): *Mutual fund Herding and the impact on stock prices*. Journal of Finance. Vol. 54.
- Zhangpeng, G.; Rahman, S. (2005): *Style analysis of Chinese funds*. Applied Financial Economics. Letters, 1.