

Hausarbeit

Allgemeine Betriebswirtschaftslehre
Fachhochschule Frankfurt am Main
Hauptstudium

Thema

Erklärungsansätze der Behavioral Finance für Boom-Bust Sequenzen
am Aktienmarkt

Dozent: Prof. Dr. Schlotthauer

Heiko Schwarz
Matrikelnummer: 587413
Bahnhofstr. 72
66386 St. Ingbert

Inhaltsverzeichnis

<u>INHALTSVERZEICHNIS</u>	<u>I</u>
<u>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</u>	<u>II</u>
<u>1. EINLEITUNG</u>	<u>1</u>
<u>2. DEFINITIONEN.....</u>	<u>5</u>
2.1 DEFINITION BEHAVIORAL FINANCE.....	5
2.2 DEFINITION BOOM-BUST SEQUENZEN (BUBBLE)	5
2.3 DEFINITION SPEKULATION	6
2.4 DEFINITION FUNDAMENTAL ANALYSE.....	6
2.5 DEFINITION TECHNISCHE ANALYSE.....	7
<u>3. ENTSTEHUNG EINER BOOM-BUST SEQUENZ.....</u>	<u>8</u>
3.1 TRENDLOSE VOLATILITÄT.....	8
3.2 KOHÄRENTER TREND I	9
3.3 TRENDAKZELERATION I	9
3.4 TRENDWENDE.....	9
3.5 KOHÄRENTE TREND II.....	10
3.6 TRENDAKZELERATION II.....	10
<u>4. ERKLÄRUNGSANSÄTZE DES BEHAVIORAL FINANCE.....</u>	<u>10</u>
4.1 ÜBER- UND UNTERREAKTIONEN AUF INFORMATIONEN	11
4.2 SCHEMATISCHES DENKEN UND FEHLINTERPRETATIONEN	13
4.3 DISSONANZBEWÄLTIGUNG UND RECHTFERTIGUNG VON ENTSCHEIDUNGEN.....	14
4.4 RELATIVES BEWERTEN, VERLUSTAVERSION UND "MENTAL ACCOUNTING".	15
4.5 ÜBERHÖHTES VERTRAUEN IN DIE EIGENE MEINUNG	16
<u>4.6 ZUSAMMENFASSUNG.....</u>	<u>18</u>
<u>LITERATURVERZEICHNIS.....</u>	<u>III</u>
<u>EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG.....</u>	<u>IV</u>

1. Einleitung

Die Aktienanlage ist in den letzten Jahren zu einer etablierten und beliebten Anlageform geworden. Maßgeblich dazu beigetragen hat zweifellos der Börsengang der Deutschen Telekom im November 1996 und die Gründung des Neuen Marktes im Jahre 1997, den viele Privatanleger dazu genutzt haben, sich mit der Anlage in Beteiligungswerten zu beschäftigen. Die Börse stellt eine Form ständiger Entscheidungen zum Kauf bzw. Verkauf von Aktien dar. Letztlich sind diese Entscheidungen Ausdruck menschlicher Denkprozesse, die sich dann in Kursen niederschlagen. Verfolgt man das historische Börsengeschehen, so lassen sich oftmals Phasen ausmachen, in denen die Aktienmärkte euphorisch und ohne ein Halten neue Höchststände erreichen, oder Aktienkurse fallen mit immer größer werdender Geschwindigkeit, scheinbar ohne einen Boden zu finden. Gerade in der jüngsten Vergangenheit waren wieder starke Ausschläge der Kurse der "NEW ECONOMY" global zu erkennen. Viele der „NEW ECONOMY“ Firmen haben vorher auch eine entsprechend große Euphorie der Marktteilnehmer ausgelöst. Diese ist in der jüngsten Vergangenheit eher in eine Verzweiflung umgeschwenkt. Die Wirtschaftswissenschaft, die allen Marktteilnehmern rationales Verhalten unterstellt, lässt menschlich-psychologische Aspekte unberücksichtigt. Der Berufsspekulant und Buchautor André Kostolany hingegen behauptet in vielen seiner Bücher, dass die Börse zu 90 Prozent aus Psychologie bestünde - zumindest kurz- bis mittelfristig, wie er einschränkte. Die Tatsache, dass das Börsengeschehen oftmals von Psychologie und Irrationalität geprägt ist, wurde lange Zeit mit einfachen Merksätzen wie Buy on bad news oder Never catch a falling knife stark vereinfacht. Bisher gelang es jedoch nicht, das Spannungsverhältnis zwischen Ökonomie und Psychologie schlüssig zu verarbeiten. Erst in jüngster Vergangenheit entstand mit der "Behavioral Finance" ein Anlagekonzept, das dieses Spannungsverhältnis systematisch

aufarbeitet und Ansätze darstellt, die weit über die technische und fundamentale Aktienanalyse hinausgehen.

In dieser Arbeit werden mit Hilfe der Behavioral Finance Erklärungsansätze für Boom-Bust Sequenzen am Aktienmarkt erläutert.

2. Definitionen

2.1 Definition Behavioral Finance

Die Behavioral Finance beschäftigt sich mit der Analyse der Verhaltensweisen der Marktteilnehmer, sie untersucht, wie Informationen aufgenommen, ausgewählt und verarbeitet werden und wie aus Informationen Handelsentscheidungen getroffen werden. Auch werden die gleichen Informationen unter unterschiedlichen Rahmenbedingungen unterschiedlich bewertet. Die Behavioral Finance untersucht diese Prozesse, um Prognosen über das zukünftige Verhalten der Marktteilnehmer zu treffen. ¹

2.2 Definition Boom-Bust Sequenzen (Bubble)

In der Literatur sind nicht unbedingt gleichlautende Definitionen für den Begriff der Boom-Bust Sequenzen oder Bubble zu finden. Im Zeitablauf wurden diese Definitionen immer spezifischer und ausführlicher definiert. In diesem Zusammenhang ist es ebenso erforderlich, den Begriff der Spekulation näher zu betrachten.

Josph E. Stiglitz² definiert eine Bubble folgendermaßen:

“If the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be higher tomorrow – when fundamental factors do not seem to justify such a price – then a bubble (boom-bust) exists.”

„Wenn der Grund des hohen Preises heute nur ist, das der Investor glaubt, das der Verkaufspreis morgen noch höher ist – wenn Fundamentalfaktoren scheinbar keine Rolle spielen, dann entsteht eine Boom-Bust Sequenz.“

Die Bubble stellt somit eine Abweichung vom Fundamentalwert dar, die durch die Erwartung der Investoren auf Kurssteigerungen zustande kommt.

¹ Vgl. Goldberg, J./von Nitzsch, R. (1999): Behavioral Finance. München, S. 27

2.3 Definition Spekulation

Das „New Palgrave Dictionary of Money and Finance“³ gibt an, dass es für den Begriff der Spekulation eigentlich keine eindeutige Definition gibt. Als Kerndefinition wird hier die des Oxford Universal Dictionary genannt:

“(Speculation is) the action or practice of buying and selling goods, stocks and shares, etc., in order to profit by a rise or fall in the market value, as distinct from regular trading or investment.”

“Spekulation ist die Handlung oder die Ausübung vom Kauf und Verkauf von Gütern, Aktien, und Anteilen usw.. in der Absicht von steigenden oder fallenden Marktwerten zu profitieren, was sich vom normalen Handel oder Investition unterscheidet“

Zwei Typen von Spekulation sind am Wachstum der Bubble beteiligt. Der eine glaubt, dass der Preis des Spekulationsobjektes wesentlich steigt und auf diesem Stand bleibt. Dies allein bewirkt allerdings noch nicht das Entstehen der Bubble. Erst der zweite Typ von Spekulant bewirkt dies. Dieser fällt unter die „greater fool theory“, die besagt, dass ein Wertpapier gekauft werden sollte, solange es noch mindestens einen „greater fool“ gibt, der es noch zu einem höheren Preis kaufen würde. Die Bubble „bläst“ sich selbst auf, da ein wachsender Anteil des Marktes seine Entscheidungen auf der Vergangenheit aufbaut und damit von weiter steigenden Preisen ausgeht.⁴

2.4 Definition Fundamental Analyse

Die Fundamentalanalyse ist die traditionelle Finanzanalyse-methode. Sie untersucht fundamentale volkswirtschaftliche und betriebswirtschaftliche Einflussfaktoren, denen eine nachvoll-

² Stiglitz, Joseph E. (1990): Symposium on bubbles. Journal of economic perspectives, Vol. 4, No. 2, S. 13-18

³ The New Palgrave Dictionary of Money and Finance (1992): The Macmillan Press Limited, London, S. 514

⁴ a.a.O. The Macmillan Press Limited, S. 514

ziehbare und wissenschaftliche begründbare Wertbildungsfunktion zukommt. Ein überdurchschnittliches Gewinnpotential wird dort vermutet, wo die Zukunftsaussichten des Unternehmens aufgrund der gegenwärtigen wirtschaftlichen Situation vielversprechend erscheinen. Die Fundamentalanalyse versucht, einen „fairen“ (innerer) Wert für das untersuchte Objekt (Aktie, Index, Währung,..) zu ermitteln. Wird der als fair ermittelte Kurs mit dem an der Börse gehandelten Kurs verglichen, ergibt sich eine Unter-, Über- oder faire Bewertung für das untersuchte Objekt. Daraus werden wiederum Handlungsempfehlungen abgeleitet.⁵

2.5 Definition Technische Analyse

Die Technische Analyse untersucht im Gegensatz zur Fundamentalanalyse keine Unternehmensdaten, sondern geht davon aus, dass sämtliche fundamentalen Daten in dem Aktienkurs eines Unternehmens eingepreist sind. Der Technische Analyst geht davon aus, dass der Markt immer Recht hat, auch wenn Aktien scheinbar sehr stark über- oder unterbewertet sind.. Ein großes Problem der Fundamentalanalyse ist die Vielzahl verfügbaren Informationen wie aktuelle Nachrichten, Quartalsberichte, Auftragseingänge. Die Technische Analyse untersucht nicht die Vielzahl der verfügbaren einzelnen Informationen und versucht auch nicht aus den Informationen Empfehlungen abzuleiten, sondern sie untersucht die Reaktionen der Marktteilnehmer auf die fundamentalen Daten. Sie eignet sich besonders gut zur Bestimmung des optimalen Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt eines Wertpapiers.⁶

⁵ Vgl. Audörsch, J.(2000): Moderne Bewertungsverfahren für Aktien. (<http://sova.sulb.uni-saarland.de/sova/volltexte/2001/35>), Mai 2001, PDF Dokument, S. 16-17

⁶ Vgl. Welcker J. (1991): Technische Aktienanalyse. 6. Auflage, Verlag moderne Industrie, S.17-24

3. Entstehung einer Boom-Bust Sequenz

Zur Erklärung der Entstehung einer Boom-Bust Sequenz ist die vorherige Entwicklung des zugrunde liegenden Referenzindex notwendig. Im Beispiel ist dies der Deutsche Aktienindex (DAX). Es gibt sechs Phasen, wie sie in der folgenden Abbildung in Anlehnung an von Nitzsch⁷ dargestellt sind.



Phasen: 1

1. Trendlose Volatilität
2. Kohärenter Trend I
3. Trendakzeleration I
4. Trendwende
5. Kohärenter Trend II
6. Trendakzeleration II

Quelle: eigene Erstellung

3.1 Trendlose Volatilität

In dieser Phase herrscht allgemeine Unsicherheit vor. Das Verhältnis zwischen rational und irrational agierenden Marktteilnehmern ist hier ausgeglichen. Die vorherigen Talfahrt hat die Aktien aus fundamentaler Sicht unterbewertet. Die Verunsicherung der Anleger geht auf die aktuell verfügbare Talfahrt zurück. Die Verbesserung der Fundamentaldaten wird nicht wahrgenommen.

⁷ Vgl. von Nitzsch R. (2000): Entscheidungslehre. (<http://www.abwl.rwth-aachen.de/Ww/EL-Muster-LsgWs00-01.pdf>), Entscheidungslehre, Musterlösung WS2000/2001, Mai 2001, S. 8-10

3.2 Kohärenter Trend I

Während des dieses Trends⁸ werden die Marktteilnehmer zunehmend rationaler. Die Besserung der Fundamentaldaten werden jetzt allmählich in der Öffentlichkeit mehr Wahrgenommen. Der steigende Index wird über Massenmedien kommuniziert. Die Talfahrt ist nicht mehr so verfügbar und verblasst immer mehr. Die anhaltende und stabile Nachfrage sorgt für steigende Kurse. Vielen haben den Eindruck, vom Markt steigender Gewinne ausgeschlossen zu sein. Viele Anleger steigen noch ein, damit ihnen keine Gewinne entgehen (Opportunitätskosteneffekt). Das Marktverhalten stabilisiert sich. Die Börsenumsätze wachsen stark an. Überoptimistisches Verhalten setzt ein.

3.3 Trendakzeleration I

In der Phase der Trendakzeleration entfernen sich die Kurse mehr und mehr von der wirtschaftlichen Realität. Die positive Stimmung vom boomenden Aktienmarkt verbreitet sich immer mehr, was zu einer Euphorie führt. Jetzt steigen auch unerfahrene Anleger (Dienstmädchen) wegen der Gier nach schnellen Kursgewinnen ein („Dienstmädchenhausse“). Der Überoptimismus führt zu einer Überbewertung der Aktien, was hohe Kurssprünge auslöst. Die gleichzeitige Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmendaten bzw. das gebremste Wachstum wird nicht wahrgenommen.

3.4 Trendwende

Die Trendwende⁹ beschreibt die Marktübergangsphase mit nachfolgender Trendwende. Die Anleger halten immer noch an die Erwartung auf steigende Kurse. Es werden positive Nachrichten gesucht. Noch steigen unerfahrene Anleger in den Markt ein.

⁹Vgl. Bitz, M./Oehler, A. (1993): Überlegungen zu einer verhaltenswissenschaftlichen fundierten Kapitalmarktforschung– ein Erklärungsansatz zum Anlegerverhalten, Teil I und II. Kredit und Kapital 26. S. 246-273 und S. 375-416.

3.5 Kohärente Trend II

Dieser **Trend** ist gekennzeichnet sich von einer Verschlechterung der Fundamentaldaten, die sich allmählich am Markt durchsetzt. Viele Investoren verkaufen immer mehr Aktien ohne ausreichend Käufer auf der Gegenseite zu finden. Ein stabiler Abwärtstrend des INDEX setzt ein. Jedoch halten viele „irrationale“ Anleger aus folgenden psychologischen Motiven¹⁰ an Aktien fest:

- Verlustaversion (Dispositionseffekt),
- Regret aversion: „Vielleicht steigt der Dax wieder ?“

3.6 Trendakzeleration II

Schlussendlich setzt diese **Trendakzeleration** in der Abwärtsbewegung ein. Irrationale Panik erfasst die Marktteilnehmer auf breiter Ebene. Die entstehende Stress-Situation führt dazu, dass sich Panik breit macht. Viele Anleger tendieren dazu, zunächst Aktien nachzukaufen, um ihre Einstiegskurse zu verringern. Der fallende Index wird in der Medienberichterstattung verstärkt thematisiert. Die Verfügbarkeit der Crashsituation führt zu Verkäufen der Aktien zu Tiefstkursen. Ein massiver Ausverkauf („sell out“) setzt ein. Der langsame Übergang in die trendlose Volatilitätsphase schließt den Kreis.

4. Erklärungsansätze des Behavioral Finance

Die verhaltenswissenschaftliche Kapitalmarktforschung nimmt von diesen Rationalitätsprämissen der Fundamental- und technischen Analyse Abstand und stellt die psychologische Analyse des einzelnen Menschen bewusst in den Mittelpunkt, um in hierauf aufbauenden Schritten auf die Effekte im Markt schließen zu können.¹¹ Im folgenden Teil der Hausarbeit werden vor diesem Hintergrund die fünf Bereiche der Behavioral Finance skizziert, in denen Menschen typischerweise ein Verhalten an den Tag legen,

¹⁰ Vgl. Goldberg, J./Nitzsch R.: a.a.O., S. 130-138

¹¹ Vgl. De Bondt, W.F.M./Thaler, R.H. (1985): Does the Stock Market Overreact ? Journal of Finance, 40, S. 793-805.

das nicht rational ist. Zu jeder dieser "Irrationalitäten" werden die möglichen Auswirkungen im Markt, wie sie sich in Kursentwicklungen zeigen können, angesprochen und auf Boom-Bust Sequenzen transformiert.

4.1 Über- und Unterreaktionen auf Informationen

In der heutigen Zeit der fortgeschrittenen Informationstechnologie kann sich ein Marktteilnehmer, sofern er es wünscht, mit Informationen überhäufen lassen. Man kann ganztägig über Nachrichtensender und via Internet neue Informationen zum Marktgeschehen der Aktienmärkte aufnehmen. Nicht nur aus Gründen der Zeitknappheit, sondern auch durch seine beschränkte Informationsverarbeitungskapazität bedingt¹², muss der einzelne Anleger jedoch selektieren bzw. vereinfacht vorgehen¹³. Erstens haben Menschen die Tendenz, sich in bestimmten Situationen einseitig zu informieren, wenn sie hierdurch ihre Entscheidungen rechtfertigen. Zweitens verwenden Menschen in der Verarbeitung von Informationen sogenannte Heuristiken, d. h. sie wollen in ihren Überlegungen schnell zu einem Urteil kommen und nehmen dafür bestimmte Vereinfachungen in der Analyse der Informationen (unbewusst) in Kauf.¹⁴ Diese Heuristiken haben jedoch eine bestimmte Systematik, d. h. sie sind nicht rein zufällig, gleichfalls können sie je nach Situation zu deutlichen Abweichungen von einer rationalen Analyse der Informationen führen.¹⁵ Man kann sich diese Abweichungen zunächst etwas vereinfacht so vorstellen, dass entweder eine Überreaktion oder eine Unterreaktion auf Information zu beobachten ist. Überreaktionen sind im wesentlichen eine Folge der Verfügbarkeitsheuristik, während Unterreaktionen eng mit der

¹² Vgl. Miller, G.A. (1956): The Magical Number Seven, Plus or Minor Two: Some Limits on our Capacity for Processing Information. *Psychological Review*, 63. S. 81-97.

¹³ Vgl. Schwarz, N. (1982): Homo Heuristicus: Zur Psychologie des kognitiven Geizhalses. *Zeitschrift für Sozialpsychologie*, 13. S. 343-347.

¹⁴ Vgl. Strack, F. (1998), Urteilsheuristiken, in: Frey D./Irle M. (Hrsg.): *Theorien der Sozialpsychologie*, Bd. 3. Nachdruck der 1. Aufl., Bern, S. 239-268.

Verankerungsheuristik zusammenhängen. Diese beiden Heuristiken werden im folgenden knapp skizziert. Dadurch, dass wichtige Informationen schnell jedem Marktteilnehmer zur Verfügung stehen und ihm eine Weile auch in Erinnerung bleiben, führt die Verfügbarkeitsheuristik auch zu Auswirkungen im Marktgeschehen. Es entsteht eine hohe Nachfrage nach einem Wert, der sich bei vielen Anlegern einer hohen Verfügbarkeit im Kontext positiver Nachrichten erfreut. Dieses ist besonders im Neuen Markt in der Anfangszeit bis Ende 99 deutlich spürbar gewesen, wo Unternehmen ihre Unternehmensinformationen schnell via Internet überall in die Welt kommunizierten, was früher eher den Großbanken und Brokern und ihren Informationssystemen, wie z.B. Reuters, vorbehalten war. Durch diese Überreaktion der Marktteilnehmer auf Markt- und Unternehmensinformationen wurde der Boom im Neuen Markt 1999 schnell zur Realität. In dieser Zeit kommunizierten die NEW ECONOMY Firmen eine Erfolgsmeldung nach der anderen. Diese können zu einer Boom Phase führen.

In gleicher Weise können sich natürlich auch Kursübertreibungen nach unten ergeben, wenn die Verfügbarkeit mit schlechten Nachrichten verbunden ist. Marktteilnehmer weichen in ihren Kursprognosen deshalb tendenziell zu wenig von dem aktuellen Kurs ab. Gilt dies für die überwiegende Anzahl der Marktteilnehmer, so führt dies auch im Markt zu einer Unterreaktion, der Kurs bewegt sich kaum (Man spricht auch vom "sticky price";¹⁶. Genau in solchen Situationen entstehen Trends. Möchte der Anleger jedoch auf Basis dieser Erkenntnisse Kursprognosen tätigen, d.h. auch psychologische Effekte vorhersagen, so ergeben sich insbesondere deshalb Probleme, da die beschriebenen Heuristiken entgegengesetzt wirken. Somit gilt es, die Faktoren zu erkennen, die tendenziell eher zu einem

¹⁵ Vgl. Nisbett, R./Ross, L. (1980): Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment. New Jersey, S. 17

¹⁶ vgl. Shiller, R.J. (1997): Human behavior and the Efficiency of the Financial System, Working Paper, Yale., S.13

Wirksamwerden der Verfügbarkeitsheuristik bzw. der Verankerungsheuristik führen, und deren Wirkungsausmaß im Rahmen der Heuristik richtig einzuschätzen.

4.2 Schematisches Denken und Fehlinterpretationen

Neben der Verfügbarkeits- und der Verankerungsheuristik unterliegen Menschen insbesondere auch einer dritten Vereinfachung in der Verarbeitung von Informationen, die weniger mit einer Über- oder Unterreaktion zu tun hat, sondern vielmehr zu einer verzerrten oder sogar falschen Interpretation einer bestimmten Information führt. Sie denken und urteilen sehr gerne in bestimmten Denkmustern bzw. Schemata (Repräsentativitätsheuristik)¹⁷. Wenn ein bestimmter Sachverhalt gut in ein vorhandenes (verfügbares) Schema passt, wird sein Wahrheitsgehalt schnell zu hoch eingeschätzt. Beispielsweise kann bzw. konnte es als verbreitetes Denkmuster angesehen werden, dass Aktien die am Neuen Markt oder am Nasdaq notiert sind, eine ausgezeichnete Kursperformance bieten¹⁸. Als der Neue Markt im März 1997 ins Leben gerufen wurde, bildete und bestätigte sich dieses Schema insbesondere durch den Effekt, dass eine hohe Liquidität auf einen engen Markt traf, dessen Unternehmen eine hohe Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit genossen. Nicht nur durch extreme Zeichnungsgewinne bei IPOs, sondern auch durch positive Kursverläufe in der Nachfolgezeit hatte sich bei einer Vielzahl von Anlegern bis zum Frühjahr 1999 das Schema "Neuer Markt = Hohe Kursgewinne" gebildet und manifestiert. Dass sich hierbei für einige Unternehmen zum Teil deutliche Kursübertreibungen ergeben hatten, ist in diesem Fall eine Folge der verzerrten Informationsverarbeitung, wobei eine hohe Verfügbarkeit durch immer wiederkehrende Nachrichten

¹⁷ Vgl. Tversky, A./Kahneman, D. (1983): Extensional versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgement. *Psychological Review*, 90, S. 293-315.

¹⁸ Vgl. Ibbotson, R.G./Ritter, J.R. (1995): Initial public offerings, in: Jarrow, R./Maksimovic, V./Ziemba W. T. (Hrsg.), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, North Holland, Amsterdam, S. 993-1016.

über Traumrenditen noch unterstützend wirkte. Selbst wenn ein Unternehmen am Neuen Markt notiert ist und somit in dieses Schema passt, muss es jedoch noch lange nicht so profitabel sein, wie einige tatsächlich ausgezeichnete Wachstumswerte. Die sich insbesondere in diesem Jahr vollziehende Trennung der "Spreu vom Weizen" im Neuen Markt ist nichts anderes, als die Erkenntnis, dass das obige Schema in dieser Form nicht generell zutrifft. Es lassen sich viele weitere Exempel für ein schematisches Denken an Finanzmärkten aufführen. Auch hier wieder ein gutes Beispiel wie die Boom-Phase im NEMAX, DAX durch schematisches Denken und Fehlinterpretation nach oben getrieben wird. Will man wie bei Über- und Unterreaktionen die psychologischen Effekte prognostizieren, um hieraus als Anleger einen Nutzen zu ziehen, sind zwei Sachverhalte zu analysieren: An welche Schemata glauben die Marktteilnehmer und stimmen diese Schemata.

4.3 Dissonanzbewältigung und Rechtfertigung von Entscheidungen

Ob eine Entscheidung gut war oder nicht, lässt sich an den Finanzmärkten aus der Vergangenheit leicht feststellen, denn die finanziellen Auswirkungen aus einem eingegangenen Engagement sind meist unmittelbar transparent. Was passiert in dem Fall, wenn ein Anleger erkennen muss, dass er sich für ein Engagement entschieden hat, das ihm einen Verlust einbringt? In den Gefühlen bzw. im Kopf des Anlegers entsteht etwas, was in der Psychologie mit "Dissonanz" bezeichnet wird. Wissenschaftlich ausgedrückt liegt eine Dissonanz dann vor, wenn Kognitionen – darunter werden alle Bewusstseinsprozesse eines Menschen verstanden – in einem widersprüchlichen Verhältnis zueinander stehen¹⁹. Der Widerspruch ergibt sich in dem betrachteten Fall dadurch, dass der Anleger Gewinne erwirtschaften will (erste Kognition), sich aber so verhalten hat,

¹⁹ Frey, D./Gaska, A. (1998): Die Theorie der kognitiven Dissonanz, in: Frey D./M. Irle (Hrsg.). Theorien der Sozialpsychologie, Bd. 1. Nachdruck der 2. Aufl., Bern, S. 49-80.

dass Verluste entstanden sind (zweite Kognition). Dissonanzen erzeugen einen unangenehmen Spannungszustand, und es besteht bei jedem Menschen ein ausgeprägtes Bedürfnis, solche Dissonanzen schnell wieder aufzulösen. Dieses Bedürfnis wächst mit der emotionalen Bindung an die Entscheidung, die letztlich zu der Dissonanz führte. Wie oben erwähnt, versucht der Mensch, Dissonanzen so schnell wie möglich aufzulösen. Eine erste Möglichkeit besteht darin, die Entscheidung zu revidieren. Die mit der Entscheidung verbundenen Kosten sind dann jedoch unwiederbringlich verloren, und dies bleibt noch eine Weile im Gedächtnis. Die Rechtfertigung der Entscheidungen des Investors ist gerade innerhalb der Bust Phase als sehr schwer zu beurteilen.

4.4 Relatives Bewerten, Verlustaversion und "Mental accounting".

Rationales Handeln setzt voraus, dass Individuen in ihren Entscheidungen ausschließlich berücksichtigen, welche Auswirkungen sich auf das Gesamtvermögen ergeben²⁰. Über einen bestimmten Gewinn in einem Aktiengeschäft freut sich der rationale Mensch genauso wie über ein Geldgeschenk in gleicher Höhe. Die Realität zeigt indes ein anderes Bild. Menschen führen in ihrem Kopf gedanklich eine Reihe von Konten, sogenannte "Mental accounts", in denen sie Zahlungen für alle ihre Projekte bzw. Engagements "verbuchen"²¹. Verlustaversion drückt die Beobachtung aus, dass Menschen Verluste stärker wahrnehmen und bewerten als gleichhohe Gewinne. Die Verlustaversion nimmt eine wichtige Stellung innerhalb der Behavioral Finance ein. Es darf aber nicht verkannt werden, dass dieses Phänomen seine Wirkung nur im Kontext des Mental accounting entfalten kann. Beispielsweise kann es zu einem Dispositionseffekt überhaupt nur dann kommen, wenn Anleger in einzelnen Konten denken und

²⁰ Vgl. von Nitzsch, R./Friedrich C. (1999): Entscheidungen in Finanzmärkten - Psychologische Grundlagen. Aachen, S 13-14

²¹ Thaler, R.H. (1985): Mental Accounting and Consumer Choice. Marketing Science, 4. S. 199-214.

nicht nur auf das Gesamtergebnis ihrer Engagements blicken. So handelt es sich immer um einige ausgewählte Engagements bzw. Konten, die zu Verlusten geführt haben und deshalb "ausgesessen" werden müssen. Für andere Engagements, die sich im Gewinnbereich befinden, ist kein überlanges Festhalten typisch. Hier gilt sogar das Gegenteil, und zwar werden Gewinne meist zu früh realisiert, wie es aus der oben hergeleiteten Risikoscheu im Gewinnbereich folgt. Investoren neigen also in der Boom-Phasen dazu ihre Gewinne nicht zu realisieren, da sie auf weitere Kurssteigerungen warten, und in der Bust-Phase ihre Verluste nicht zu realisieren, da sie denken die Kurse steigen wieder.

4.5 Überhöhtes Vertrauen in die eigene Meinung

Dieser Bereiche betrifft ein Phänomen, das mit "overconfidence" bezeichnet wird. Menschen haben in ihre eigene Meinung bzw. in Finanzmärkten in ihre Kursprognose ein überhöhtes, rational nicht zu rechtfertigendes Vertrauen²². Psychologisch ist die Ursache dieses Phänomens weitgehend klar. So ist es ein tiefes Motiv des Menschen, seine eigene Situation unter Kontrolle zu haben²³. Ein Ausgeliefertsein bereitet dem menschlichen Wesen, soweit es nicht krankhaft veranlagt ist, großes Unbehagen²⁴. Menschen suchen deshalb nach Möglichkeiten, diese Kontrolle zu erlangen. Dieses Bedürfnis geht sogar soweit, dass sie in Situationen, in denen sie tatsächlich keine oder kaum Kontrolle besitzen, dazu tendieren, sich eine entsprechende Kontrolle einzubilden. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von "Kontrollillusion"²⁵.. Diese ist gerade bei Stresssituation in der Zeit fallender Kursen zu

²² Vgl. Lichtenstein, S./Fischhoff, B./Phillips, L.D. (1982): Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980 in: Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (Hrsg.), *Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge (MA), S. 306-334.

²³ Vgl. White, R.W. (1959): *Motivation Reconsidered: The Concept of Competence*. *Psychological Review*, 66. S. 297-333.

²⁴ Vgl. Alloy, L.B./Abramson, L.Y. (1979): *Judgement of contingency in depressed and nondepressed students: Sadder but wiser?*, *Journal of Experimental Psychology*, 108. S. 441-485.

beobachte. In einer Bust Phase kann die Kontrollillusion dazu führen, dass der Investor sich sicher in seinem Investment fühlt, obwohl alle Informationen, Kurse und Aussichten gegen sein Gefühl sprechen.

²⁵ Vgl. Langer, E. J. (1975): The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32. S.311-328.

4.6 Zusammenfassung

In der vorliegenden Seminararbeit wurde eine Reihe von psychologischen Effekten skizziert, die Entstehungen von Boom-Bust Sequenzen erklären können. Hierbei wurde auch deutlich, dass zum Teil eine enge Verzahnung zwischen verschiedenen Bereichen der Behavioral Finance besteht. Will man als institutioneller oder privater Investor einen konkreten Nutzen aus den Erkenntnissen ziehen, steht man vor dem Problem, dass noch nicht ausreichend erforscht ist, wie hoch genau das Ausmaß der einzelnen beschriebenen Effekte in der jeweils betrachteten Situation ist. Zu Kursübertreibungen (nach oben wie unten) kann es insbesondere durch besonders verfügbare Nachrichten sowie durch Schemata kommen, die sich in den Köpfen vieler Anleger gebildet haben. Um dieses Wechselspiel zwischen Über- und Unterreaktionen am Markt richtig einschätzen zu lernen, bedarf es einer ehrlichen und rationalen Auseinandersetzung mit den eigenen Engagements. Mittlerweile haben sich auch Handelssystemanbieter wie die Firma Cognitrend (www.cognitrend.com) versucht diese Erklärungsansätze der Behavioral Finance in ihre Software einfließen zu lassen. So dass der Investor die Möglichkeit hat, auch Daten der Behavioral Finance mit in seine Entscheidungen zu nehmen und damit seine Investmententscheidung zu optimieren. Das Behavioral Finance ist ein weiteres Element zur Analyse der Marktgeschehnisse, gerade auch zur Erklärung von Boom-Bust Sequenzen. Das ist aber nur dann sinnvoll anzuwenden, wenn auch Fundamental Analyse und Technische Analyse in die Entscheidungen mit einfließen. Bleibt zu hoffen, dass der Verbreitung und Anwendung der Behavioral Finance so weit fortschreitet, dass dieses Element der Marktanalyse die Anleger vor zukünftigen Spekulationsblasen bewahren kann.

Literaturverzeichnis

Alloy, L.B./Abramson, L.Y. (1979): Judgement of contingency in depressed and nondepressed students. Sadder but wiser ?, Journal of Experimental Psychology, 108, S. 441-485.

Audörsch, J.(2000): Moderne Bewertungsverfahren für Aktien. (<http://sova.sulb.uni-saarland.de/sova/volltexte/2001/35>), Mai 2001,PDF Dokument, S. 16-17.

Bitz, M./Oehler, A. (1993): Überlegungen zu einer verhaltenswissenschaftlichen fundierten Kapitalmarktforschung– ein Erklärungsansatz zum Anlegerverhalten, Teil I und II, Kredit und Kapital, 26, S. 246-273 und S. 375-416.

De Bondt, W.F.M./Thaler, R.H. (1985): Does the Stock Market Overreact ? Journal of Finance, 40. S. 793-805.

Frey, D./Gaska, A. (1998): Die Theorie der kognitiven Dissonanz, in: Frey D./M. Irle (Hrsg.): Theorien der Sozialpsychologie, Bd. 1, Nachdruck der 2. Aufl., Bern, S. 49-80.

Goldberg, J./von Nitzsch, R. (1999): Behavioral Finance. München, S. 27 und S. 130-138.

Ibbotson, R.G./Ritter, J.R. (1995): Initial public offerings, in: Jarrow, R./Maksimovic, V./Ziemba W. T. (Hrsg.): Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science, 9. North Holland, Amsterdam, S. 993-1016.

Lichtenstein, S./Fischhoff, B./Phillips, L.D. (1982): Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980, in: Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (Hrsg.): Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases, Cambridge (MA), S. 306-334.

Langer, E. J. (1975): The Illusion of Control. Journal of Personality and Social Psychology, 32, S.311-328.

Miller, G.A. (1956): The Magical Number Seven Plus or Minor Two: Some Limits on our Capacity for Processing Information. Psychological Review, 63, S. 81-97.

Nisbett, R./Ross, L. (1980): Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment. New Jersey, S. 4-5

Schwarz, N. (1982): Homo Heuristicus: Zur Psychologie des kognitiven Geizhalses. Zeitschrift für Sozialpsychologie, 13, S. 343-347.

Shiller, R.J. (1997): Human behavior and the Efficiency of the Financial System. Working Paper. Yale. S. 13

Stiglitz, J. E. (1990): Symposium on bubbles. Journal of economic perspectives, Vol. 4, No. 2. Seiten 13-18.

Strack, F. (1998): Urteilsheuristiken, in: Frey D./Irle M. (Hrsg.), Theorien der Sozialpsychologie. Bd. 3, Nachdruck der 1. Aufl., Bern. S. 239-268.

Thaler, R.H. (1985): Mental Accounting and Consumer Choice. Marketing Science, 4. S. 199-214.

The New Palgrave Dictionary of Money and Finance (1992): The Macmillan Press Limited. London, Seite 514.

Tversky, A./Kahneman, D. (1983): Extensional versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgement. Psychological Review, 90, S. 293-315.

Welcker J. (1991): Technische Aktienanalyse. 6. Auflage, Verlag moderne Industrie, S.17-24.

White, R.W. (1959): Motivation Reconsidered: The Concept of Competence. Psychological Review, 66. S. 297-333.

von Nitzsch R. (2000): Entscheidungslehre.
(<http://www.abwl.rwth-aachen.de/Ww/EL-Muster-LsgWs00-01.pdf>); Entscheidungslehre, Musterlösung WS2000/2001, Mai 2001, S. 8-10

von Nitzsch, R./Friedrich C. (1999): Entscheidungen in Finanzmärkten - Psychologische Grundlagen, Aachen, S. 12