

# «Anleger sind nicht nur rational»

## Behavioral Finance und das

## Spiel um Gewinn und Gerüchte

Vor den Bildschirmen sitzen Trader und Laien, die das tun, was sie tun müssen: rationales Verhalten an den Tag legen, analysieren, Vermögen mehren. Stimmt nicht ganz, hat die Behavioral Finance herausgefunden. Mark P. Schindler vom Institute for Empirical Research in Economics der Uni Zürich erzählt von psychologischen Spielverderbern im Börsenspiel und der Rolle, die Gerüchte dabei spielen.

*Mark P. Schindler, vor jeder grösseren Schweizer Bank stehen am Feierabend Menschen, die auf dem Flachbildschirm rasch einen Blick auf den Formstand ihres Aktienpakets erhaschen wollen. Die übliche Reaktion der Anleger ist dann ein feines Nicken oder ein leichtes Schulterzucken – entweder hat «ihr» Unternehmen an Wert zugelegt oder verloren. Stimmt diese Annahme?*

Nicht ganz. Aktienkurse sagen zwar etwas aus über die momentane Bewertung eines Unternehmens. Aber die Kurse besagen auch,

wie gewinnversprechend ein Unternehmen von der Masse der Marktteilnehmenden eingeschätzt wird, wie hohe Dividenden es einmal abwerfen könnte. Der Wert einer Aktie widerspiegelt somit auch die Erwartungen des Publikums an einen börsenkotierten Titel.

*Welche Informationen fliessen in diese Bewertung denn überhaupt ein?*

Eine Rolle spielen makroökonomische Gegebenheiten und finanzielle Kennzahlen, beispielsweise Quartalsabschlüsse, die ein Unternehmen publiziert. Einen Einfluss haben aber auch andere Informationen oder Vermutungen: Hat die betreffende Firma beispielsweise ein Erfolg versprechendes Pharmazeutikum in der Pipeline? Schluckt ein Unternehmen seinen Konkurrenten und könnte dadurch rentabler werden? All das kann den Kursverlauf beeinflussen.

*Seit wann untersucht die Disziplin des Finance überhaupt den Kursverlauf?*

In ihrer Funktion als Sozialwissenschaft hat sich die Ökonomie schon früh gefragt, wie Börsenkurse entstehen. Ausgelöst hat diese Forschungen der französische Ökonom Louis Bachelier um 1900.

Wesentlich für die Finance ist die Tatsache, dass es auf der einen Seite das individuelle und auf der anderen Seite das aggregierte Verhalten der Anleger gibt. Sichtbar am Kursverlauf wird aber bloss das zweite, das aggregierte Verhalten.

Gemeinsam ist den Marktteilnehmenden aber, dass sie auf neue Informationen reagieren und den Preis einer Aktie im sozialen System «Börse» immer wieder neu aushandeln.

*Wie rational verläuft dieses Aushandeln – schliesslich sind die Kurse einem ständigen Auf und Ab unterworfen?*

Über diese Frage wurde schon lange und häufig gestritten. Der erwähnte

Louis Bachelier hat 1900 behauptet, dass Aktienkurse rein zufällig in einem unvorhersagbaren Zickzackmuster verlaufen – ein Schock für die Welt der Ökonomie.

Die Theorie der traditionellen Finance behauptet dagegen, dass der Aktienmarkt keinesfalls irrational sei. Gerade die Rationalität der Anleger sei der Grund für die Zufälligkeit der Kurse, hat der Nobelpreisträger Paul Samuelson 1960 behauptet. Wenn alle Anleger vollkommen rational handeln und jede Möglichkeit zu risikolosen Gewinnen sofort erkennen, nehmen sie laut Samuelson jeden Trend der Aktienkurse vorweg.

Die Folgerungen aus dieser Annahme wird Effizienzmarkthypothese genannt und besagt, dass die Aktienkurse auf neue Informationen sofort und korrekt, also rational, reagieren.

*Schön und gut, aber reagieren alle Marktteilnehmer so überlegt?*

Nein, das tun sie nicht. Hinweise dafür sind beispielsweise Marktanomalien,

### Selbsttest 1: «Prospect Theory»

- Die erste Gruppe von Versuchspersonen wurde mit der folgenden Ausgangslage konfrontiert:  
Zusätzlich zum gesamten Besitz erhält jede Person 1000 Dollar. Die Testpersonen werden nun aufgefordert, zwischen den folgenden Optionen zu wählen:  
A. Einem sicheren Gewinn von 500 \$;  
B. Einer Chance von 50 Prozent, weitere 1000 \$ zu gewinnen und einer 50-prozentigen Chance, nichts zu gewinnen.
- Eine zweite Gruppe wurde vor eine andere Frage gestellt:  
Zusätzlich zum gesamten Vermögen einer Person erhält diese 2000 \$. Die folgenden Optionen boten sich den Testteilnehmenden:  
A. Ein sicherer Verlust von 500 \$;  
B. Eine 50-prozentige Chance, 1000 \$ zu verlieren, und einer Chance von 50 Prozent, nichts zu verlieren.

In der ersten Gruppe wählten 84 Prozent der Testpersonen die Option A, in der zweiten Gruppe 69 Prozent die Option B. Bezogen auf den möglichen Gewinn sind beide Optionen der jeweiligen Gruppen gleichwertig, bloss hat die Formulierung der Fragen («sicherer Gewinn»/«sicherer Verlust») die Versuchspersonen dazu bewogen, die Fragen in der erwähnten Weise zu beantworten.

*nach: Kahneman/Tversky (1979)*

die mit den skizzierten Thesen der traditionellen Finance nicht erklärbar sind. Nehmen wir das Beispiel der «Excess Volatility»: Immer wieder ist zu beobachten, dass Aktienkurse Volatilitäten aufweisen, die höher sind, als es die traditionelle Finance erwartet. Weshalb? Befragungen zeigen, dass über die Hälfte der Anleger davon überzeugt ist, sie könnte den Markt schlagen. Insbesondere unerfahrene Investoren sind der Ansicht, «schlauer als die breite Masse» zu sein.

*Was tut die Finance angesichts dieser Überraschungen?*

Hier kommt die Behavioral Finance ins Spiel. Im Gegensatz zur Annahme der traditionellen Finance, dass EntscheidungsträgerInnen vollkommen rational arbeiten, betont die relativ junge Disziplin der Behavioral Finance Psychologie und Irrationalität der InvestorInnen. Es geht somit um die Frage, wie Emotionen und kognitive Fehler AnlegerInnen und Entscheidungsfindungsprozesse beeinflussen können.

*Gibt es, nebst der erwähnten übergrossen Selbstsicherheit, der «Overconfidence» mancher Anleger, weitere Beispiele dafür?*

Beispielsweise die Tatsache, dass die meisten Menschen zu viel Gewicht auf Ereignisse legen, die kürzlich geschehen sind, und dann Trends extrapolieren. Als der japanische Markt seinen Gipfel erklommen hatte, erwarteten bloss 14 Prozent aller Investoren einen Crash. Als der Absturz da und schon wieder gegangen war, glaubten 32 Prozent aller Anleger, dass es zum Crash kommen würde.

Ferner neigen die meisten Menschen dazu, Gesetzmässigkeiten zu sehen, wo keine vorhanden sind. Die Psychologen Amos Tversky und Thomas Gilovich haben beispielsweise untersucht, wie gut ein Basketballer abschlägt, dem man eine «hot hand», eine gute Hand, nachsagt. Der vermeintlich überdurchschnittliche Spieler hat nicht mit grösserer Wahrscheinlichkeit getroffen als seine Teamkollegen, sein Mythos aber bestand trotzdem.

*Welchen Beitrag hat die Psychologie bisher zur Behavioral Finance machen können?*

Die Psychologie hat die Methodik der Finance erweitert. VolkswirtschaftlerInnen wollen generell allgemein gültige Mechanismen aufzeigen und fragen sich: Was geschieht, wenn ich diesen oder jenen Parameter verändere? Dies alles geschieht in einem sehr abstrakten Kontext. Hier kommt der psychologische Ansatz ins Spiel, denn der erlaubt es, in einer bestimmten Fragestellung mehr situationspezifische Komponenten einzubauen. Dazu kommt natürlich auch die sozialwissenschaftliche Lektüre, zu der beispielsweise Helmut Jungermanns «Psychologie der Entscheidung» gehört, in meinen Augen ein hilfreiches Buch.

*Gibt es ein Beispiel für einen Versuch, der die Situationsabhängigkeit von Entscheidungen illustriert?*

Erwähnt sei ein Versuch Daniel Kahnemans, von Haus aus Psychologe und Ökonomie-Nobelpreisträger, den er zusammen mit Amos Tversky durchgeführt hat (*siehe dazu den Selbstversuch*

Foto:pdu



*1 auf der gegenüberliegenden Seite).* Obwohl die Testpersonen in den jeweiligen Gruppen unabhängig von ihrer Wahl denselben erwarteten Gewinn bezogen hätten, hat die Formulierung der Frage die Entscheidung der Teilnehmenden beeinflusst.

*Inwiefern sind diese Befunde wirklich auf die grosse weite Welt der Börse anwendbar?*

Nur begrenzt, obwohl die Tests ja Hinweise auf häufiges menschliches Verhalten liefern. Aber ein Versuch ist ein einmaliges Ereignis. So ist ein Versuch zur so genannten «Ambiguity Aversion» (*vergleiche dazu den Selbstversuch 2 auf der folgenden Seite*) ein einmaliges Ereignis. Im Gegensatz dazu ist die Börse ein soziales System, bei dem ein Händler mehrere Entscheide tätigen und diese revi-

### Die Gesprächspartner

Mark P. Schindler hat an der Uni Zürich Nationalökonomie mit dem Schwerpunkt Banking & Finance studiert. Seit 2002 arbeitet der 30-Jährige als Assistent von Professor Hens am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Uni Zürich. An diesem Institut schreibt Mark P. Schindler auch an seiner Dissertation mit dem Fokus auf die Rolle, welche Gerüchte in Finanzmärkten spielen.

### Anschrift

Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich, Blümlisalpstr. 10, 8006 Zürich. E-Mail: mark@iew.unizh.ch

mehrere Entscheide tätigen und diese revidieren kann – oder muss. Bei einigen Tests ist die Versuchsperson zudem auf sich alleine gestellt, während die Börse ein soziales System ist, bei dem die Interaktion über die Preise erfolgt. Ein Börsenhändler kann also mit einer grossen anonymen Masse von Menschen in Kontakt stehen, aber auch im telefonischen oder direkten Kontakt mit anderen Tradern. Er kann Rücksprache halten, Informationen verifizieren oder ablehnen und sein Handeln danach ausrichten.

### Bibliografie

- Bachelier, L. (1900). *Théorie de la Spéculation*. Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure, 3rd, Ser. 17. 21-88. Englisch in: *The Random Character of Stock Market Prices*, hrsg. v. Paul Cootner (1964), Cambridge, Mass., MIT-Press
- Hens, Thorsten (2002). *Behavioral Finance: Die neue Sicht auf die Finanzmärkte*. Referat vom 25. April 2002 bei der Privatbank von Graffenried AG, Bern. Downloadbar unter: [www.iew.unizh.ch/grp/hens/papers/vonGraffenried.pdf](http://www.iew.unizh.ch/grp/hens/papers/vonGraffenried.pdf)
- Jungermann, H., H.R./Pfister, H./Fischer, K. (1998). *Die Psychologie der Entscheidung*: Spektrum Verlag,
- Kahnemann, Daniel/Amos Tversky (1979). «Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk», *Econometrica*.
- Kapferer, Jean-Noël (1995). *Gerüchte: das älteste Massenmedium der Welt*. Leipzig: Gustav Kiepenheuer Verlag.
- Keynes, J.M. (1936). «The General Theory of Employment, Interest and Money», London: Macmillan.
- Koenig, Fredrick (1985). *Rumor in the marketplace: the social psychology of commercial hearsay*. Dover (Mass.)/London: Auburn House
- Kostolany, André (1999). *Kostolany's Börsenpsychologie: Vorlesungen am Kaffehaustisch* Düsseldorf: Econ Verlag, 1999.
- Samuelson, Paul (1965). «Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly», *Industrial Management Review*, 6, S. 41-49.
- Schindler, Mark P. (2003). *Rumors in Financial Markets. Survey on how they evolve, spread and are traded on*. Downloadbar unter: <http://www.iew.unizh.ch/wp/iewwp159.pdf>
- Wall Street Journal. «Making Book on the Buck», Sept. 23, 1988, S. 17

*Kein Händler arbeitet nur für sich – was ist denn die Kunst, für sich oder seine Kundschaft das Beste herauszuholen?*

Trader können beispielsweise den Bericht eines Analysten lesen und zur Überzeugung gelangen, dass eine bestimmte Aktie gekauft werden sollte. Einsteigen oder nicht? Kaufen ist nur dann sinnvoll, wenn die anderen auch davon überzeugt sind, dass dieses betreffende Unternehmen eine lohnende Investition darstellt, weil nur dann der Kurs steigt. Kurz: Der Händler muss auch wissen, was die anderen glauben. Der Ökonom John Maynard Keynes hat diese Situation mit einem Schönheitswettbewerb verglichen: Entscheidend ist nicht, welche der Anwärterinnen mir selbst am besten gefällt. Ich muss vielmehr abschätzen, welche der Kandidatinnen der Mehrheit der Jury am besten gefällt, und dann auf diese Person setzen, falls ich am Schluss auf der Gewinnerseite stehen will.

*Was man selbst glaubt und was die anderen glauben, könnte aber auch vom blossen Hörensagen beeinflusst werden. Wir kommen hier zu Ihrem Spezialgebiet, der Rolle von Gerüchten an Finanzmärkten. Wie definieren Sie ein Gerücht generell?*

Kennzeichen eines Gerüchts ist gemäss Jean-Noël Kapferer, einem französis-

chen Professor für Strategisches Marketing, dass in einem gesellschaftlichen Organismus Informationen auftauchen und verbreitet werden, die von offizieller Quelle entweder noch nicht bestätigt oder noch nicht dementiert wurden. Im Gegensatz zur Information muss sich bei einem Gerücht also erst in Zukunft herausstellen, ob es wahr ist oder nicht. Aber Gerüchte haben einen komplexen Charakter, der schwieriger beschreibbar ist als deren Existenz.

*Spielen Gerüchte in der grossen weiten Welt der Börse eine Rolle?*

Ich habe Fragebogen an über 200 Trader versandt und zusätzlich Interviews geführt. Dabei stiess ich auf ein grosses Interesse, von den Händlern wurde mir bestätigt, dass Gerüchte ein heisses Thema sind. Es «kitzelt», es löst Emotionen aus. Die meisten der Befragten gaben an, mehrmals wöchentlich mit Gerüchten versorgt zu werden.

*Wie verbreitet sich ein Gerücht an der Börse?*

Am häufigsten telefonisch und mündlich, dann über Informationsdienste wie Reuters, etwa nur halb so häufig über E-Mail und Fernsehen. Bis sich ein Gerücht, das älteste Massenmedium der Welt, ausgebreitet hat, vergehen in der Regel bloss wenige Minuten.

### Selbsttest 2: «Ambiguity Aversion»

Vor der Testperson befinden sich zwei Urnen,

- Die erste Urne enthält genau 50 blaue und 50 rote Kugeln.
- Die zweite Urne enthält eine unbekannte Anzahl von blauen und roten Kugeln.

Aus einer dieser Urnen soll die Testperson eine Kugel ziehen. Fischt sie eine blaue heraus, erhält die Versuchsperson 100; zieht sie eine rote Kugel, verliert sie 50 Franken.

Rund zwei Drittel der Testpersonen wählten die erste Urne mit der bekannten Verteilung von blauen und roten Kugeln. Der Grund: Offenbar bewerten die Testenden die Tatsache positiv, dass sie eine faire Chance haben. Die Versuchsteilnehmenden scheinen somit eher geneigt, ein Risiko einzugehen, als wie im Falle der zweiten Urne vor einer ungewissen Ausgangslage zu stehen.

*Was ist die typische Reaktion der Trader, wenn sie ein Gerücht hören?*

Sie wollen mehr herausfinden, telefonieren KollegInnen und aktivieren ihr Netzwerk, um Unsicherheit zu reduzieren. Und sie wollen eruieren, wo die Quelle des Gerüchts sein könnte. Andere wiederum wollen KollegInnen von der eigenen Meinung überzeugen und zum Kaufen oder Verkaufen anhalten. Vielleicht nicht ganz uneigennützig: Wer so spricht, nimmt die Position ein, von der er sich einen Vorteil verspricht.

*Dies führt zur Frage, ob es wirklich diese Einflüsterer gibt, die ein falsches Gerücht in die Welt setzen, den Markt aufscheuchen und eiskalt abkassieren.*

Gerüchte können nur entstehen, wenn eine Gemeinschaft an sie glaubt. Damit ein Gerücht sich weiter ausbreitet, muss es glaubwürdig sein. Wer behauptet, dass die UBS und Novartis fusionieren wollten, erntet an der Börse mit Sicherheit Unglauben.

Wer hingegen vorgibt zu wissen, von wem die Deutsche Commerzbank geschluckt wird, stösst sicherlich auf mehr Interesse; die Commerzbank ist seit längerer Zeit als Übernahmekandidatin im Gespräch. Aber sogar falls das Gerücht glaubwürdig erscheint, bleibt immer noch das Problem, dass der Gerüchteschöpfer nicht weiss, wie der Markt darauf reagieren wird.

*Dann könnte auch ein geschickter Händler an Gerüchten also kaum Geld verdienen?*

Um systematische Kursgewinne zu erzielen, müsste nicht bloss die Reaktion des Marktes, sondern auch die Preisveränderung bekannt sein. Dies ist schwierig, und ich behaupte, dass es höchst unrealistisch ist, mit Gerüchten systematisch Geld zu verdienen.

Unter den Tradern herrscht Uneinigkeit über die Frage, ob Gerüchte in Finanzmärkten bestimmten Mustern folgen. Bloss ein Muster ist sicher: Falls der Preis einer Aktie steigt und anschlies-

send ein Gerücht über diesen betreffenden Titel auftaucht, werten dies zahlreiche Trader als Zeichen dafür, dass der Markt dem Gerücht glauben schenkt, dass da «etwas dran» ist. 75 Prozent der befragten Händler gaben an, dass sie dann mit der Herde ziehen und in den Handel einsteigen.

*Wann wissen sie, ob sie aussteigen sollen, falls die Information noch nicht bestätigt oder dementiert und damit noch ein Gerücht ist?*

Das ist wohl eine der schwierigsten Fragen. Sie lautet: «Wie lange hält das noch an?» Soll ich mithalten? Mithalten hat aber nur einen Sinn, wenn ich hoffen kann, dass es noch jemanden gibt, der einsteigt und den Kurs nach oben hievt. Denn wenn keiner mehr mithält und ich nicht rasch genug abspringe, wird der Kursanstieg ein Ende nehmen – weil sich das Gerücht durch ein Dementi womöglich in Luft aufgelöst hat.

*Gerüchte sind Schöpfungen aus Schall und Rauch, der sich rasch wieder verziehen kann. Systematische Kursgewinne sind damit offenbar auch nicht zu erzielen. Warum dann das Mysterium um Gerüchte? Warum sind so viele Menschen mit der Frage beschäftigt, ob sich ein Gerücht später bestätigt oder nicht?*

Erstaunlicherweise beschäftigt auch Leute, die nicht mit einem Gerücht gehandelt haben, ob es sich als wahr herausstellt oder nicht. Warum sollten sie sich darum kümmern? Die einzige Erklärung für dieses Phänomen ist die, dass sich diese Leute mitverantwortlich fühlen, dass ein Gerücht die Runde gemacht hat, oder sie haben ganz einfach eine gewisse Beziehung zu ihm entwickelt, weil es sie fasziniert.

*Interview: Peter Durtschi*

# Huber- Werbung