

## Diskussionspapier Nr. 33



**Behavioral Finance als neuer Erklärungsansatz  
für „irrationales“ Anlegerverhalten**

Tristan Nguyen und Alexander Schüßler

April 2011

Diskussionspapiere der WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr

<http://www.akad.de/WHL-Diskussionspapiere.191.0.html>

Verfasser:

Tristan Nguyen\*, Alexander Schübler\*\*

Herausgeber:

WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr  
Hohbergweg 15–17  
D-77933 Lahr

Phone +49-(0)7821-9238-50

Fax +49-(0)7821-9238-63

[www.whl-lahr.de](http://www.whl-lahr.de)

\* Prof. Dr. Tristan Nguyen ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre/Versicherungs- und Gesundheitsökonomik an der WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr, Hohbergweg 15-17, 77933 Lahr, Tel.: +49 7821/923865, Fax: +49 7821/923863, Homepage: <http://www.akad.de/Versicherungs-und-Gesundheitsoekon.196.0.html>, E-Mail: [tristan.nguyen@whl-lahr.de](mailto:tristan.nguyen@whl-lahr.de).

\*\* Alexander Schübler ist Doktorand am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre/Versicherungs- und Gesundheitsökonomik, WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr. Hohbergweg 15-17, 77933 Lahr, Tel.: +49 7821/923865, Fax: +49 7821/923863, Homepage: <http://www.akad.de/Versicherungs-und-Gesundheitsoekon.196.0.html>.

# **Behavioral Finance als neuer Erklärungsansatz für „irrationales“ Anlegerverhalten**

Tristan Nguyen und Alexander Schüßler

Abstract .....	2
1 Behavioral Finance als verhaltenswissenschaftlicher Ansatz .....	3
2 Neigung zur Selbstzuschreibung .....	4
3 Verfügbarkeitsheuristik und selektive Informationswahrnehmung .....	5
4 Overconfidence .....	6
5 Verankerung, Mental Accounting .....	7
6 Repräsentativitätsheuristik .....	8
7 Konservatismus .....	9
8 Herdenverhalten .....	10
9 Fazit .....	11
Literatur .....	12

## **Abstract**

*Behavioral Finance ist ein Teilgebiet aus dem wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsfeld Behavioral Economics. Es vereint Elemente aus dem Bereich der Verhaltenspsychologie, welche die menschliche Entscheidungsfindung untersucht, mit der klassischen Kapitalmarkttheorie, um die Preis- bzw. Renditeentwicklung an den Kapitalmärkten zu erklären. Der Ansatz versucht, empirisch beobachtbare Anomalien zu erklären, die gegen die Validität der Effizienzmarkthypothese der klassischen Kapitalmarkttheorie sprechen.*

*Der neue Erklärungsansatz „Behavioral Finance“ durchleuchtet die Verhaltensmuster von Marktakteuren unter einem empirischen Blickwinkel. Dieser neue verhaltenswissenschaftliche Ansatz erhebt den Anspruch, das Geschehen auf Finanzmärkten mithilfe möglichst realitätsnaher Verhaltensannahmen zu beschreiben. Im Gegensatz zur bislang angenommenen Effizienzmarkthypothese aus der klassischen Finanztheorie erklärt die Behavioral Finance die Preisbildung auf den Kapitalmärkten nicht ausschließlich über ökonomische Faktoren wie Zahlungsströme und Zinsen, sondern über das Zusammenspiel von ökonomischen, psychologischen und soziologischen Faktoren, die im vorliegenden Aufsatz kurz dargestellt werden sollen.*

*Die Berücksichtigung dieser zusätzlichen Einflussfaktoren im Behavioral-Finance-Ansatz führt dazu, dass Marktpreise für Finanzprodukte von den ihnen zu Grunde liegenden inneren Werten (Fundamentalwerten) über einen längeren Zeitraum abweichen können. Dies ist auch nicht verwunderlich, da bei der Bestimmung der Fundamentalwerte lediglich ökonomische Faktoren wie Zahlungsströme und Zinssätze berücksichtigt werden. Die Realität zeigt jedoch, dass auch psychologische und soziologische Faktoren eine wichtige Rolle bei der Bewertung spielen. Insofern stellt der Behavioral-Finance-Ansatz eine sinnvolle Ergänzung und Erweiterung der klassischen Kapitalmarkttheorie dar.*

## 1 Behavioral Finance als verhaltenswissenschaftlicher Ansatz

*Behavioral Finance* ist ein Teilgebiet aus dem wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsfeld *Behavioral Economics*. Es vereint Elemente aus dem Bereich der *Verhaltenspsychologie*, welche die menschliche Entscheidungsfindung untersucht, mit der klassischen *Kapitalmarkttheorie*, um die Preis- bzw. Renditeentwicklung an den Kapitalmärkten zu erklären. Der Ansatz versucht, empirisch beobachtbare Anomalien zu erklären, die gegen die Validität der Effizienzmarkthypothese der klassischen Kapitalmarkttheorie sprechen. Dabei wird davon ausgegangen, dass Anleger ihre Entscheidungen nicht immer vollständig rational und unvoreingenommen treffen, wie es die klassische Kapitalmarkttheorie postuliert.

Vielmehr versucht der Behavioral Finance Ansatz, Gründe für systematisches Fehlverhalten von Investoren zu analysieren.<sup>1</sup> Ein zentrales Anliegen der Behavioral Finance gegenüber der klassischen Theorie besteht in einer realitätsnäheren Formulierung von Modellprämissen. Die Ansätze der Behavioral Finance untersuchen dabei die Prozesse der Auswahl, Aufnahme und Verarbeitung entscheidungsrelevanter Informationen sowie der Erwartungsbildung und Entscheidungsfindung der Anleger. Dazu greift der verhaltenswissenschaftliche Ansatz gezielt auf Erkenntnisse anderer wissenschaftlicher Disziplinen, insb. der Psychologie und der Soziologie zurück.

Im Gegensatz zur klassischen Kapitalmarkttheorie können beim Behavioral-Finance-Ansatz Preise von den ihnen zu Grunde liegenden inneren Werten über einen längeren Zeitraum abweichen. Nach der traditionellen Kapitalmarkttheorie können Preisabweichungen vom fundamentalen Wert eines Gutes nur temporär sein, da ökonomisch nicht fundierte Marktpreise durch sogenannte Arbitrage (Ausnutzung von Preisunterschieden) stets nach kurzer Zeit beseitigt werden. Verschiedene empirische Studien zeigen jedoch, dass auf Märkten fundamental nicht erklärbare Entwicklungen einen wesentlichen und längerfristigen Einfluss auf Preise haben können.

Im Folgenden sollen typische Verhaltensmuster der Anleger dargestellt werden, die für eine begrenzte Rationalität sprechen.

---

<sup>1</sup> Vgl. Sewell (2010), S. 1.

## 2 Neigung zur Selbstzuschreibung

Unter der Neigung zur *Selbstzuschreibung* wird eine ungleiche Interpretation von Erfolg bzw. Misserfolg verstanden: Menschen tendieren dazu, den Grund für ein gutes Ergebnis bei sich selbst zu suchen, während ein schlechtes Ergebnis oftmals mit Pech erklärt wird. Dies führt dazu, dass Anleger aus Fehlern selten lernen, da sie sich gar nicht bewusst sind, dass ein unerwünschtes Resultat das Ergebnis ihres eigenen Fehlverhaltens ist. Menschen neigen dazu, sich an positive Erfahrungen zu erinnern und schlechte Erfahrungen zu verdrängen. Diese *verzerrte Wahrnehmung* verstärkt die Tendenz zur Selbstzuschreibung. Die Neigung zur Selbstzuschreibung existiert nicht nur am Aktienmarkt, sondern auch in zahlreichen anderen Bereichen des Lebens.

*Lau* und *Russell* untersuchten in einer Studie die Neigung zur Selbstzuschreibung bei Sportlern bzw. Trainern. Sie fanden heraus, dass Sportler und Trainer bei Erfolgen der eigenen Mannschaft diese Erfolge in über 80 % der Fälle mit internen Faktoren begründeten. Interne Faktoren sind Faktoren, die mit der eigenen Leistung zusammenhängen. Nach Niederlagen wurde der Misserfolg deutlich seltener mit eigenen Fehlern erklärt. In nur 53 % der Fälle wurden Misserfolge mit internen Faktoren erklärt. Stattdessen wurden häufig externe Gründe, also Faktoren für welche die eigene Mannschaft nicht verantwortlich gemacht werden kann, genannt. Beispiele für solch externe Faktoren waren unter anderem die vermeintlich schlechte Leistung des Schiedsrichters oder die Witterungsverhältnisse.

Zusätzlich untersuchten *Lau* und *Russell* in denselben Tageszeitungen die Erklärungen von Sportjournalisten. Es stellte sich heraus, dass Sportjournalisten bei Erfolgen der Mannschaft aus dem Verbreitungsgebiet der Zeitung in 70 % der Fälle die Erfolge internen Faktoren zuschrieben. Bei Niederlagen der Mannschaft aus der Heimat machten die Sportjournalisten dagegen in nur 57 % der Fälle die eigene Mannschaft für die Niederlage verantwortlich. Auch Sportjournalisten scheinen also die Erfolge der Heimatmannschaft öfter mit dem Können der Mannschaft zu erklären, als sie bei Niederlagen das Unvermögen der Heimatmannschaft zur Erklärung der Niederlagen heranziehen. Es zeigte sich jedoch, dass die Neigung zur Selbstzuschreibung bei Sportjournalisten weniger ausgeprägt ist als bei Spielern oder Trainern. Dieses Ergebnis ist naheliegend, da Spieler und Trainer ja gerade Teil der Mannschaft sind.

*Doukas* und *Petmezas* (2007) zeigen, dass ein Zusammenhang zwischen der Tendenz zur Selbstzuschreibung und übermäßigem Selbstvertrauen besteht. Nach *Doukas* und *Petmezas* neigen Fondsmanager oftmals dazu, den Erfolg bei der Aktienauswahl fälschlicherweise ih-

rem eigenen Können zuzuschreiben. Folglich steigt deren Selbstvertrauen, was wiederum dazu führt, dass die Fondsmanager zu oft handeln. Das übermäßige Handeln hat zur Folge, dass Fondsmanager bei gleichem Risiko gegenüber dem Index unterdurchschnittlich abschneiden.

### 3 Verfügbarkeitsheuristik und selektive Informationswahrnehmung

Menschen neigen dazu, lebendige und gut dokumentierte Informationen überzugewichten. Auch Ereignisse, die in der jüngeren Vergangenheit stattgefunden haben, werden gegenüber Ereignissen, die sich schon vor längerer Zeit abgespielt haben, oftmals übergewichtet. So messen Menschen Ereignissen, welche sie unmittelbar erlebt haben oder gut in Erinnerung haben, im Durchschnitt eine zu hohe Bedeutung zu. Auf der anderen Seite wird Informationen, welche nur aus Statistiken bekannt sind, eine zu geringe Bedeutung zugemessen, da die Informationen oftmals nicht bildlich vorstellbar sind. Eine empirische Studie zeigt, dass Erfahrungen, welche direkt erlebt werden, als deutlich wahrscheinlicher eingestuft werden als allgemeine Erfahrungen, auch wenn diese bedeutender sind.<sup>2</sup> Ein Grund dafür, warum persönlich erlebte Informationen Menschen wahrscheinlicher erscheinen ist, dass solche Informationen oftmals starke Emotionen erzeugen. Die Studie zeigt auch, dass selbst erlebte Ereignisse im Vergleich zu gleich wahrscheinlichen, aber nicht selbst erlebten Ereignissen im Durchschnitt als in etwa doppelt so relevant angesehen werden.

Ein weiteres Problem, das Verzerrungen bei der Entscheidungsfindung verursachen kann, ist, dass Informationen selektiv wahrgenommen werden. In der Praxis ist es unmöglich, an ein Problem unvoreingenommen heranzugehen. Wenn sich Menschen einem für sie interessanten Thema nähern, besitzen sie bereits unweigerlich eine Meinung zu dem entsprechenden Thema. Sie sind also voreingenommen. Viele Menschen neigen dazu, nur solche Informationen als korrekt zu erachten, welche ihre vorher festgelegte Meinung bestätigen.

Auf der anderen Seite werden Informationen, die der eigenen Meinung widersprechen, oftmals ignoriert. Einige Studien haben sogar herausgefunden, dass Personen Informationen fehlinterpretieren, wenn diese ihrer Meinung widersprechen.<sup>3</sup> Dieses Phänomen wird *Bestätigungstendenz* oder *selektive Informationswahrnehmung* genannt und führt dazu, dass Menschen die ihrer Meinung entgegen gesetzte Meinung nicht wahrnehmen wollen. Am Kapitalmarkt bedeutet dies, dass Investoren bevorzugt nach Informationen suchen, welche sich im

---

<sup>2</sup> Vgl. Montier (2007), S. 28.

<sup>3</sup> Vgl. Thaler (2005), S. 15.

Einklang mit ihrer Anlagestrategie befinden. Informationen, welche der persönlichen Anlagestrategie widersprechen, werden dagegen oftmals ignoriert, bzw. es wird zumindest nicht aktiv nach solchen Informationen gesucht.

Eine bedeutende Rolle bei der Verfügbarkeitsheuristik spielen die Medien. Ereignisse, welche die Medien immer wieder aufgreifen, werden als wahrscheinlicher erachtet als Ereignisse, die in den Medien keine oder nur eine geringe Beachtung geschenkt bekommen, auch wenn diese objektiv betrachtet genauso wahrscheinlich sind wie die häufiger betrachteten Ereignisse. So werden die Eintrittswahrscheinlichkeiten von Flugzeugabstürzen, terroristischen Anschlägen oder Gewaltverbrechen aufgrund der medialen Berichterstattung typischerweise als deutlich zu hoch eingeschätzt und andere Lebensrisiken, die weniger beleuchtet werden, werden von der Bevölkerung weit weniger gefürchtet, auch wenn diese statistisch gesehen deutlich häufiger auftreten.

#### **4 Overconfidence**

Einer der am häufigsten auftretenden Fehler unter Marktteilnehmern ist die Overconfidence.<sup>4</sup> Unter Overconfidence wird verstanden, dass das subjektive Vertrauen einer Person in deren Leistungsfähigkeit höher ist, als dieses Vertrauen objektiv aufgrund der tatsächlichen Leistungsfähigkeit der Person sein dürfte. Eine solche Selbstüberschätzung bezieht sich unter anderem auch auf die Fähigkeit, Entscheidungen richtig zu treffen. Folglich wird die Wahrscheinlichkeit, dass Entscheidungen richtig getroffen werden, von der Person, welche die Entscheidungen trifft, als deutlich zu hoch eingeschätzt. Die Erwartungen des Entscheiders sind somit fehlerhaft, was schließlich zu Entscheidungen führt, welche eine nach objektiven Maßstäben entscheidende Person nicht treffen würde. Dieses Phänomen wurde in vielen verschiedenen Lebensbereichen beobachtet.<sup>5</sup>

Auffällig ist, dass die Overconfidence zunimmt, wenn der Entscheider eine Abfolge von Entscheidungen trifft, die ein für ihn positives Ergebnis zur Folge haben. Interessanterweise ist eine verstärkte Overconfidence dann zu beobachten, wenn am Anfang der Abfolge die positiven Ergebnisse von negativen Ergebnissen unterbrochen wurden.<sup>6</sup> Die Höhe der Overconfidence nimmt außerdem mit steigendem Schwierigkeitsgrad, steigender Informationsmenge, steigender Bedeutung der Entscheidung und steigenden Fähigkeiten des Entscheiders zu.

---

<sup>4</sup> Vgl. *Montier* (2007), S. 109.

<sup>5</sup> Vgl. *Murschall* (2007), S. 85.

<sup>6</sup> Vgl. *Maital, Filer und Simon* (1986), S. 273ff.



In einer Studie von *Glaser* und *Weber* (2005) wurde das Phänomen *Overconfidence* bei institutionellen Investoren im Vergleich zu Laien untersucht. Es zeigt sich, dass Fachleute wesentlich stärker zu *Overconfidence* neigen als Laien. Dieses Erkenntnis legt nahe, dass Fachleute zwar mehr Wissen besitzen als Laien, dieses zusätzliche Wissen allerdings den Effekt hat, dass die Experten bezüglich ihres Wissens zu optimistisch werden. In einer anderen Studie wurde der Zusammenhang zwischen *Overconfidence* und der Anzahl der Kauf- und Verkaufsaufträge, die ein Anleger tätigt, untersucht. Es stellte sich heraus, dass Anleger, die zu *Overconfidence* neigen, mehr handeln als Anleger die weniger *overconfident* sind. Letztendlich führt dies zu unterdurchschnittlichen Renditen der Anleger mit einer ausgeprägten *Overconfidence*.

## 5 Verankerung, Mental Accounting

Unter *Verankerung* wird verstanden, dass Personen, welche eine Entscheidung unter Unsicherheit treffen müssen, einen Orientierungspunkt suchen, der oftmals keinerlei Relevanz für die Entscheidung besitzt. Die Entscheider verankern sich an dem Orientierungspunkt und passen ihre Entscheidung dann von dem Orientierungspunkt aus an. Zusätzliche neue Informationen, die für die Entscheidungsfindung hingegen tatsächlich relevant sind, werden dann typischerweise wenig oder nicht beachtet. Die Anpassung der Entscheidung an die relevanten Informationen erfolgt meist von der irrelevanten Ankerinformation. Der Anker kann somit als ein Richtwert verstanden werden, der die Entscheidungsfindung beeinflusst, ohne dass er eine tatsächliche Aussagekraft für die Entscheidung besitzt.

Eine der wichtigsten Studien zur *Verankerung* wurde von *Tversky* und *Kahnemann* durchgeführt. Dabei wurden den Studienteilnehmern Fragen zum Allgemeinwissen gestellt, die alle mit einer bestimmten Zahl beantwortet werden mussten. Bevor die Befragten antworten konnten, wurde ein Rad mit den Zahlen von 1 bis 100 gedreht. Das Rad wurde manipuliert, so dass sich als Ergebnis immer entweder 10 oder 65 ergab. Nachdem das Rad gedreht wurde, wurden die Studienteilnehmer gefragt, ob ihrer Meinung nach die richtige Antwort höher oder niedriger ist als das Ergebnis, welches beim Drehen des Rads herauskam. Anschließend wurden die Teilnehmer nach ihrer Schätzung gefragt. Es zeigte sich, dass die Schätzungen der Befragten wesentlich davon abhingen, ob sich bei dem vorangegangenen Drehen des Rads die Zahl 10 oder die Zahl 65 ergab. Studienteilnehmer, die sich mit einer 10 konfrontiert sahen, wählten im Durchschnitt als Antwort die 25. War die Zahl auf dem Rad dagegen eine 65, lag die durchschnittliche Antwort der befragten Personen bei 45. Diese Studie von *Tversky* und

*Kahnemann* zeigt deutlich, wie sich Personen von offensichtlich irrelevanten Informationen wie dem Drehen eines Rads bei ihrem Handeln beeinflussen lassen: Da man ihnen eine Zahl anbietet, nehmen sie diese als Anker bzw. Orientierungspunkt für ihre Entscheidung, auch wenn die ihnen angebotene Zahl offensichtlich für die Entscheidung keinerlei Relevanz besitzt.

Ein anderes Konzept, welches die Entscheidungsfindung beeinflusst, wird als *Mental Accounting* bezeichnet und wurde das erste Mal von *Thaler* (1980) beschrieben. Bei Konsum- und Investitionsentscheidungen denken Personen oftmals in verschiedenen Konten, weil dieses Kontendenken den Entscheidungsprozess vereinfacht. Menschen messen Geld abhängig von dessen Herkunft und Verwendungsbestimmung einen unterschiedlichen Wert zu. So ist oftmals zu beobachten, dass sich Personen, die Geld gefunden oder bei einem Glücksspiel gewonnen haben bei der Verwendung dieses Geldes weniger risikoavers verhalten als wenn dieselben Personen Entscheidungen über die Verwendung von Geld treffen müssen, welches sich die Personen erarbeitet haben.<sup>7</sup> Die Geldmittel werden also abhängig von deren Herkunft oder deren Bestimmung gedanklich auf unterschiedlichen Konten verbucht. Je nachdem auf welchen fiktiven Konten sich das Geld befindet, wird damit unterschiedlich verfahren und Entscheidungen bezüglich der Verwendung des Geldes werden unterschiedlich getroffen.

Insbesondere bezogen auf die Risikoneigung macht es einen großen Unterschied, auf welchem Konto die Geldmittel gedanklich abgelegt sind.<sup>8</sup> Typisch ist, dass Anleger bei der Entscheidung nur das bei der Entscheidung betroffene Konto im Auge haben. Alle anderen Gedanken werden bei der Entscheidungsfindung ausgeblendet. Dies kann dazu führen, dass eine Entscheidung optimal erscheinen mag, wenn nur ein Konto betrachtet wird, dieselbe Entscheidung sich aber bei Betrachtung des gesamten Vermögens der Person als suboptimal herausstellt.

## 6 Repräsentativitätsheuristik

Als *Repräsentativitätsheuristik* bezeichnet man, wenn Personen die Wahrscheinlichkeit, dass ein Ereignis zu einer Grundgesamtheit gehört, danach einschätzen, ob das Ereignis repräsentativ für die Grundgesamtheit ist. Obwohl das Einschätzen mit Repräsentativitätsheuristiken oftmals sinnvoll ist, kann deren Anwendung jedoch auch zu Verzerrungen und Fehlern führen. Eine hohe Gemeinsamkeit von Ereignis und Grundgesamtheit kann Menschen bei ihrer

---

<sup>7</sup> Vgl. *Thaler* (1980).

<sup>8</sup> Vgl. *Murschall* (2007), S. 77.

Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten in die Irre führen: Oftmals wird die Wahrscheinlichkeit, dass ein Ereignis zu einer Grundgesamtheit gehört, überschätzt, wenn das Ereignis die Grundgesamtheit in ihrer Zusammensetzung in einem hohen Maße repräsentiert. Auf der anderen Seite wird die Wahrscheinlichkeit zu niedrig angesetzt, wenn Ereignis und Grundgesamtheit in ihrer Zusammensetzung deutlich voneinander abweichen. Dass Menschen beim Anwenden von Repräsentativitätsheuristiken diesen Fehler begehen, wurde zuerst von *Kahneman* und *Tversky* (1974) beobachtet.

Da das Verwenden von Repräsentativitätsheuristiken oftmals dazu führt, dass Personen Zusammenhänge vermuten, wo keine Zusammenhänge existieren, sind Repräsentativitätsheuristiken für eine Vielzahl von Fehlern in der Entscheidungsfindung verantwortlich. So werden beispielsweise bei der Vorhersage von Konjunkturentwicklungen oftmals aufgrund von Ähnlichkeiten mit früheren Entwicklungen Rückschlüsse auf die konjunkturelle Entwicklung in der Folgezeit gezogen. Die Möglichkeit, dass solche Ähnlichkeiten in der Konjunkturentwicklung nur zufällig und nur über einen beschränkten Zeitraum bestehen, wird bei der subjektiven Einschätzung oftmals nicht berücksichtigt.

Auch bei der Voraussage von Aktienmarkt-Crashes werden oftmals Repräsentativitätsheuristiken verwendet und es werden in der Folge Zusammenhänge gesehen, die in Wahrheit nicht bestehen. Beispielsweise wurde die Finanz- und Wirtschaftskrise Anfang des 21. Jahrhunderts immer wieder mit dem Aktiencrash der Jahre 1929 bis 1932 und der damit verbundenen großen Depression verglichen.

## **7 Konservativismus**

Der *conservativism bias* oder *status quo bias* beschreibt, dass Menschen dazu tendieren, auf vorher unbekannte Informationen nur langsam zu reagieren und ihre Grundeinstellung nur allmählich bezüglich der neuen Informationen anzupassen. Die Personen weigern sich also, einen Wandel zu akzeptieren.

Dieser Konservativismus, der nicht nur am Kapitalmarkt zu beobachten ist, ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass neue Nachrichten aufgrund der Angst, durch die Akzeptanz von neuem Wissen sich eingestehen zu müssen, dass altes Wissen nicht so viel Wert ist wie gedacht, nicht oder nur zögerlich akzeptiert werden. Das Eingestehen von Fehlern fällt Anlegern offensichtlich schwer. Der Konservativismus führt zu einer Unterreaktion bei neuen Informationen. Es kann allerdings beobachtet werden, dass sich Personen bei sich bestätigenden Nachrichten zunehmend anpassen und die Personen schließlich sogar überreagieren. Es

scheint also, dass bei neuen Nachrichten es einer Gewöhnungszeit bedarf, ehe die neue Information tatsächlich komplett angekommen ist. Ein solches Verhalten widerspricht der Theorie der Informationseffizienz.

## 8 Herdenverhalten

In mehreren Untersuchungen wurde festgestellt, dass Menschen sich bei ihren Entscheidungen von den Entscheidungen anderer Menschen beeinflussen lassen. So ist es Menschen oftmals unangenehm, in ihrem Verhalten von einer Gruppe abzuweichen, da sie Angst davor haben, als nicht normal oder gar als Außenseiter wahrgenommen zu werden.<sup>9</sup> Die Beeinflussung scheint also mit sozialem Druck zusammenzuhängen. Allerdings gibt es in der Wissenschaft auch andere Interpretationen, warum Menschen bei ihrem Verhalten oftmals von der Masse nicht abweichen wollen.<sup>10</sup>

Wenn Entscheidungen anonym getroffen werden und es somit überhaupt nicht möglich ist, dass das Verhalten außenstehenden Personen auffällt, neigen Menschen ebenfalls dazu, andere Menschen bei ihren Verhaltensweisen nachzuahmen. Wissenschaftler führen dies darauf zurück, dass Menschen sich bei ihrer Entscheidungsfindung auf das Verhalten der Mehrheit verlassen. So schließen sich Personen, wenn sie Entscheidungen treffen, oftmals der Mehrheitsmeinung an, weil sie denken, es sei unwahrscheinlich, dass eine große Gruppe von Menschen sich irre. Beide Faktoren scheinen beim Herdenverhalten eine Rolle zu spielen: Sowohl die Tatsache, dass Menschen nicht in die Verlegenheit kommen möchten, mit ihrer Meinung allein vor der Gruppe zu stehen als auch die Überzeugung, dass eine große Anzahl von Menschen nicht falsch liegen könne.

*Belsky* und *Gilovich* untersuchen in ihrer Studie den Herdentrieb der Fondsanleger. Nach der Studie brachte ein Aktienfonds in der Zeit von 1984 bis 1995 jährlich 12,3 Prozent Rendite, während der durchschnittliche Fondsanleger in dieser Zeit jährlich nur 6,3 Prozent Rendite erzielte. Die Tatsache, dass die effektive Rendite der Anleger von der durchschnittlichen Rendite der Fonds, in welche die gleichen Anleger investiert sind, so deutlich abweicht, liegt daran, dass die Anleger die Fonds nicht dauerhaft halten. Stattdessen wechseln Anleger die Fonds oftmals in der Absicht, ihre Rendite zu maximieren. Tatsächlich verringern Anleger durch dieses Verhalten jedoch ihre Rendite. Anleger wählen typischerweise solche Investmentfonds, welche in der jüngeren Vergangenheit besonders gut abgeschnitten haben. Solche

---

<sup>9</sup> Vgl. *Asch* (1952).

<sup>10</sup> Vgl. *Milgram* (1974).

Fonds sind oftmals aufgrund ihrer Überrendite in den Medien sehr präsent. Die Anleger werden dadurch auf die kurzfristigen Gewinner aufmerksam und wechseln ihre bisherigen Fonds gegen diese aus. Oftmals sind die Aktien der kurzfristigen Gewinnerfonds im Vergleich zum Markt allerdings relativ teuer und die Rendite der Fonds fällt in der Folgezeit oftmals relativ mager aus.

Nicht nur Privatanleger, die in Investmentfonds investieren, unterliegen dem Herdentrieb. Auch professionelle Investoren, also typischerweise Fondsmanager, die das Vermögen der Privatanleger verwalten, sind nicht immun gegenüber dem Herdenverhalten. So wurde festgestellt, dass US-amerikanische Fondsmanager sich während des Bullenmarkts von 1994 bis 2000 der Masse der Anleger anschlossen. Es ist zu vermuten, dass institutionelle Anleger sich auch deshalb oftmals einer Mehrheitsmeinung anschließen, weil sie sich vor ihrem Arbeitgeber für die von ihnen getroffenen Entscheidungen verantworten müssen und sich somit ihre Investitionsentscheidungen maßgeblich auf ihre weitere berufliche Zukunft auswirken. Stellt sich im Nachhinein heraus, dass ein Fondsmanager eine falsche Investitionsentscheidung getroffen hat, ist es für ihn vorteilhaft, wenn er nicht alleine dasteht. Somit fehlt ein Anreiz für mutige, antizyklische Investitionsentscheidungen.

## **9 Fazit**

Der neue Erklärungsansatz „Behavioral Finance“ durchleuchtet die Verhaltensmuster von Marktakteuren unter einem empirischen Blickwinkel. Dieser neue verhaltenswissenschaftliche Ansatz erhebt den Anspruch, das Geschehen auf Finanzmärkten mithilfe möglichst realitätsnaher Verhaltensannahmen zu beschreiben. Im Gegensatz zur bislang angenommenen Effizienzmarkthypothese aus der klassischen Finanztheorie erklärt die Behavioral Finance die Preisbildung auf den Kapitalmärkten nicht ausschließlich über ökonomische Faktoren wie Zahlungsströme und Zinsen, sondern über das Zusammenspiel von ökonomischen, psychologischen und soziologischen Faktoren, die im vorliegenden Aufsatz kurz dargestellt wurden.

Die Berücksichtigung dieser zusätzlichen Einflussfaktoren im Behavioral-Finance-Ansatz führt dazu, dass Marktpreise für Finanzprodukte von den ihnen zu Grunde liegenden inneren Werten (Fundamentalwerten) über einen längeren Zeitraum abweichen können. Dies ist auch nicht verwunderlich, da bei der Bestimmung der Fundamentalwerte lediglich ökonomische Faktoren wie Zahlungsströme und Zinssätze berücksichtigt werden. Die Realität zeigt jedoch, dass auch psychologische und soziologische Faktoren eine wichtige Rolle bei der Bewertung

spielen. Insofern stellt der Behavioral-Finance-Ansatz eine sinnvolle Ergänzung und Erweiterung der klassischen Kapitalmarkttheorie dar.

## Literatur

*Asch, S.* (1952): Social Psychology, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, S. 450-501.

*Belsky, G. / Gilovich, T.* (2007): Das Lemmingprinzip, 1. Aufl.

*Doukas, J. A., Petmezas, D.* (2007): Acquisitions, Overconfident Managers and Selfattribution Bias, European Financial Management, Vol. 13, No. 3, S. 531-577.

*Glaser, M. / Weber, M.* (2005): September 11 and Stock Return Expectations of Individual Investors, in: Review of Finance, Vol. 9, S. 243-279.

*Lau, R. R. and Russell, D.* (1980): Attributions in the sports pages. Journal of Personality and Social Psychology, 39, S. 29- 38.

*Maital, S. / Filer R. / Simon, J.* (1986): What Do People Bring to the Stock Market (Beside Money)? The Economic Psychology of Stock Market Behavior, in: *Gilad, B. / Kaish, S.* (ed.), Handbook of Behavioral Economics Behavioral Macroeconomics, Vol. B Greenwich, S. 273-307.

*Milgram, S.* (1974): Obedience to Authority, 1. Aufl., New York, S. 13-54.

*Montier* (2007): Behavioral Investing, 1. Aufl., Chichester.

*Murschall, O* (2007): Die Behavioral Finance als Ansatz zur Erklärung von Aktienrenditen – Eine empirische Analyse des deutschen Aktienmarktes, Hamburg: Verlag Dr. Kovac.

*Sewell, M.* (2010), Behavioral Finance, University of Cambridge,  
<http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>

*Thaler, R* (2005): Advances in Behavioral Finance 2., 1. Aufl., Princeton.

*Thaler, R.* (1980): Towards a positive theory of consumer choice, in: Journal of Economic Behavior and Organization 1, S. 39-60.

*Tversky, A. / Kahneman, D.* (1974): Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, in: Science, Vol. 185, S. 1124-1130.

## Diskussionspapiere der WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr

- 1 Dirk Sauerland: *Medizinische Dienstleistungen und Qualitätswettbewerb*, 2004.
- 2 Günther Seeber, Sabine Boerner, Helmut Keller und Peter Beinborn: *Strategien selbstorganisierten Lernens bei berufstätigen Studierenden. Ausgewählte Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, 2004.
- 3 Dirk Sauerland: *Strategien zur Sicherung und Verbesserung der Qualität in der medizinischen Versorgung – GKV und PKV im Vergleich*, 2005.
- 4 Ansgar Wübker: *Beurteilung der Qualität eines Gesundheitssystems – Die Entwicklung und Prüfung eines Bewertungsrahmens am Beispiel des Krankheitsbildes der koronaren Herzkrankheit*, 2005.
- 5 Dirk Sauerland: *Gesundheitsreformgesetze und ihre Auswirkungen auf Ausgaben und Beitragssätze der Gesetzlichen Krankenversicherung*, 2005.
- 6 Dirk Sauerland: *Künftige Herausforderungen der Langzeitpflege in Deutschland: Ordnungspolitische Anmerkungen*, 2006.
- 7 Günther Seeber: *Ökonomische Bildung in der Schule – Notwendigkeit und Handlungsbedarfe*, 2006.
- 8 Robert J. Zaugg: *Fallstudien als Forschungsdesign der Betriebswirtschaftslehre – Anleitung zur Erarbeitung von Fallstudien*, 2006.
- 9 Robert J. Zaugg: *Work-Life Balance. Ansatzpunkte für den Ausgleich zwischen Erwerbs- und Privatleben aus individueller, organisationaler und gesellschaftlicher Sicht*, 2006.
- 10 Björn A. Kuchinke, Ansgar Wübker: *Defizite öffentlicher Krankenhäuser in Deutschland: Empirische Befunde 1998 – 2004*, 2007.
- 11 Dirk Sauerland, Björn A. Kuchinke, Ansgar Wübker: *Warten gesetzlich Versicherte länger? Zum Einfluss des Versichertenstatus auf den Zugang zu medizinischen Leistungen im stationären Sektor*, 2008.
- 12 Mirko Heinke, Jürgen Keil, Marc Lenge, Michael Schneider, Jana Wendt: *Mobilisierung interner Ratings*, 2007 im Rahmen des Postbank Finance Award 2006/2007.
- 13 Clemens Böcher, Jörg Eisele, Dominik Hartmann-Springorum, Sebastian Hirsch, Heimo Tübel: *Asymmetrische Informationsverteilung im Kapitalmarkt – Wie und wann interne und externe Ratings zur Problemlösung beitragen können*, 2007, Wettbewerbsbeitrag im Rahmen des Postbank Finance Award 2006/2007.
- 14 Christoph Schwierz, Ansgar Wübker: *Regionale Leistungsunterschiede im deutschen Gesundheitswesen – Ausmaße und Ursachen für die Diagnosegruppe der ischämischen Herzkrankheiten*, 2008.
- 15 Ansgar Wübker, Dirk Sauerland, Achim Wübker: *Wie Qualitätsinformationen die Krankenhauswahl beeinflussen – eine empirische Untersuchung*, 2008.
- 16 Günther Seeber, Bernd Remmele: *Does Economic Competence Indicate the Individual Level of Agreement with Market Economy?*, 2008.
- 17 Bernd Remmele, Günther Seeber: *Exams To Go – Open Learning Motivation Through Accreditation*, 2008.
- 18 Tristan Nguyen, Wolfgang Bach: *Prinzipienbasierte Aufsicht am Beispiel des Proportionalitätsgrundsatzes von Solvency II*, 2009.

- 19 Tristan Nguyen, Natalie Djodat: *Empirical Evidence of Corporate Governance Disclosure in Brazil, China, India, Korea and Russia*, 2009.
- 20 Robert D. Molinari: *Der Richtlinienentwurf zum neuen Solvabilitätssystem für die Versicherungsbranche – Ein Zwischenfazit*, 2009.
- 21 Tristan Nguyen: *Versicherbarkeit von Katastrophenrisiken und staatliche Risikoübernahme*, 2009.
- 22 Andreas Otte: *Funktionelles Neuroimaging beim HWS-Schleudertrauma*, 2009.
- 23 Konrad Wink, Andreas Otte: *Die Bedeutung der klinischen Forschung an kardiovaskulären Erkrankungen für die Gesundheitsforschung*, 2009.
- 24 Tristan Nguyen, Philipp Molinari: *Fair Value-Bewertung von Versicherungsverträgen im Spannungsfeld zwischen Relevanz und Verlässlichkeit*, 2009.
- 25 Stephan Schöning, *Zur Bedeutung regionaler Marktstrukturen im Kreditwesen für Bankkreditfinanzierungen von (kleinen) KMU in Deutschland*, 2009.
- 26 Marian Pollmann, Stephan Schöning: *Modifikation der 1. Säule von Basel II: Zusätzliche Anforderungen im Bereich der Marktrisiken*, 2010.
- 27 Tristan Nguyen, Robert Danilo Molinari: *Solvency II – Considering Risk Dependencies*, 2010.
- 28 Gerhard Wörtche, Tristan Nguyen: *How did different Investment Strategies perform when applied to an International Portfolio?*, 2010.
- 29 Gerhard Wörtche and Tristan Nguyen: *M&A Transactions by Private Equity and Hedge-Fundes – Some Empirical Evidence for Financial Regulation*, 2010.
- 30 Tristan Nguyen und Jonathan Ben Shlomo: *Hat ein Reverse Mortgage mit Wohn-Riester eine Zukunft in Deutschland?*, 2010.
- 31 Marguérite M. Menonides-Harsema (mit einem Geleitwort von Andreas Otte): *Regulation (EC) No 1901/2006 and 1902/2006, Development of Pharmaceuticals for the Pediatric Population, The Pediatric Investigation Plan (PIP)*, 2010.
- 32 Tristan Nguyen and Philipp Molinari: *Accounting of Insurance Contracts According to IASB Exposure Draft IFRS 4*, 2011.
- 33 Tristan Nguyen und Alexander Schüßler: *Behavioral Finance als neuer Erklärungsansatz für „irrationales“ Anlegerverhalten*, 2010.

Abrufbar unter:

<http://www.akad.de/WHL-Diskussionspapiere.191.0.html>



