

Alexander Thomas

**Behavioral Finance und die
Anlageentscheidung eines privaten
Aktionärs**

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Behavioral Finance
und die Anlageentscheidung
eines privaten Aktionärs

Diplomarbeit



von

Alexander Thomas

Wintersemester 2005/2006

Vorwort

Die folgenden Zitate eröffnen wichtige Einsichten in die Denkprozesse von Praktikern und daher auch in die dahinter liegende Psychologie. Was die Menschen sagen, ist wie ein Fenster zu ihren Gedanken, und ihre Gedanken sind das Kernstück der Behavioral Finance.

„Cognito ergo sum“- Ich denke, also bin ich!

René Descartes (1596 – 1650), Philosoph und Begründer des Rationalismus¹

René Descartes brachte mit diesem Zitat zum Ausdruck, dass der Mensch erst durch das Denken zum Menschen wird, rationales Denken muss Gefühle außer Acht lassen, meinte er. Allerdings könnte ohne Gefühle zwar rational entschieden werden, aber der Entscheider oder Anleger hätte gar kein Interesse daran. Es gibt also kein rationales Verhalten ohne Gefühle, denn die Gefühle sind „der Motor des Denkens“. Jeder, der sich mit der Börse und dem Anlegerverhalten befasst, wird früher oder später mit dem Thema „Psychologie“ konfrontiert werden.

„Die Bahn der Himmelskörper kann ich auf Zentimeter und Sekunden genau berechnen, aber nicht, wie eine verrückte Menschenmenge die Börsenkurse in die Höhe oder Tiefe treiben kann.“

Isaac Newton (1643 - 1727), britischer Physiker

Newtons Ansicht über das Wirken der „verrückten Menge“ ist wohl vor allem die resignative Einsicht in die Begrenztheit seiner eigenen Kunst, sobald der menschliche Faktor ins Spiel kommt – nichtsdestotrotz auch nach 300 Jahren noch eine der beliebtesten Ausreden bei Börsenverlusten.

„Es gibt nichts, was so verheerend ist wie ein rationales Anlegerverhalten in einer irrationalen Welt.“

John Maynard Keynes (1883 - 1946), britischer Nationalökonom

¹ www.wikiplädia.org, Online
URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Descartes>, 16.11.2005

Keynes dagegen vermutete in der „Irrationalität“ gar das wahre Wesen der Welt und damit auch der Börse. Im Nebenberuf war er ein sehr erfolgreicher Spekulant, da er sich an den Vorsatz hielt, sein Verhalten am Verhalten der Masse an der Börse zu orientieren. Dies hinderte die herrschende Lehre jedoch nicht daran, sich noch Jahrzehnte an den „Homo oeconomicus“ zu klammern – einen schlichten, wirtschaftlich rein rational handelnden Menschen.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass erfolgreiche Wirtschaftspraktiker vom Schlage eines *Howard Hughes* zu wenig schmeichelhaften Urteilen über das Wirtschafts- bzw. Börsenwissen der Menschen gelangten:

„Was die Leute über die Börse wissen, sollte man mit Druckbuchstaben an die ehrwürdigen Wände eines Pissoirs kritzeln.“

Howard Hughes (1905 - 1976), amerikanischer Luftfahrtpionier und Milliardär

Erst in den 90er Jahren setzte dann ein regelrechter „Psycho-Boom“ unter den Börsianern ein, und sie wären wiederum nicht die, die sie sind, wenn sie nicht für scheinbar längst bekannte Befunde der Psychologie neue und klangvolle Namen gefunden hätten – die Geburtsstunde der „Behavioral Finance“. Dennoch sollten die dort zusammengetragenen Erkenntnisse nicht gering geschätzt werden. Denn erst wenn echtes Geld auf dem Spiel steht, zeigt sich, in welcher vielfältiger Weise Anleger sich selbst im Wege stehen können. *Karl Farkas* brachte dies sehr charmant auf den Punkt:

„Beim Denken an das Vermögen leidet oft das Denkvermögen.“

Karl Farkas (1893 - 1971), österreichischer Kabarettist

Auch *George Bernard Shaw* vermutete die Emotionen als heimliche Triebfedern einer vordergründigen Rationalität:

„Das Gefühl ist es, das den Menschen zum Denken anregt, und nicht das Denken, das ihn zum Fühlen anregt.“

George Bernard Shaw (1856 - 1950), irischer Schriftsteller

Neben den individuellen menschlichen Eigenheiten ist es aber erst die Interaktion, die zum viel beachteten Phänomen der Masse führt. *Gustave Le Bon* warnte eindringlich vor den Gefahren so genannter „psychologischer Massen“:

„Allein durch die Tatsache, Glied einer Masse zu sein, steigt der Mensch mehrere Stufen von der Leiter der Kultur hinab.“

Gustave Le Bon (1841 - 1931), französischer Arzt und Soziologe

Sir Peter Ustinov wies auf die großen Ansteckungsgefahren hin, denen gerade der moderne Mensch im Zeitalter der Massenmedien ausgesetzt ist:

„In diesem Zeitalter der Massenkommunikation sind Verrücktheiten ansteckend.“

Sir Peter Ustinov (1921 - 2004), britischer Schauspieler und Autor

Der unkritische Konsument solcher Quellen wird praktisch zwangsläufig zu einem Teil der Masse und bleibt damit weit hinter seinen individuellen Möglichkeiten zurück. Das Tückische dabei ist, wie *Fred C. Kelly* schon 1930 bemerkte, dass man Teil der Masse nicht etwa aus Dummheit wird, sondern im Gegenteil aufgrund „vernünftiger“ Überlegungen.

„Die Masse verliert immer, weil die Masse sich immer irrt. Sie irrt sich, weil sie sich normal verhält.“

Fred C. Kelly (1882 - 1959), amerikanischer Autor

Börsen-Altmeister André Kostolany war sich der Irrationalität an der Börse bewusst:

"Börse ist Geld und Psychologie."

Denn sobald sich ein Anleger auf das rutschige Börsenparkett wagt, wird er von zwei entscheidenden Emotionen beeinflusst:

Angst und Gier verändern das Verhalten selbst der rationalsten Menschen.

André Kostolany (1906 - 1999)

Die Behavioristen sind sich allerdings einig, dass es nicht Angst und Gier, sondern Angst und Hoffnung sind, die den Menschen treiben. Denn: Menschen bringen viel mehr in die Finanzmärkte außer Geld und Informationen. Sie bringen sich selbst.

Das Versagen der Aktienanalyse zur Erklärung des kurz- und mittelfristigen Geschehens an den Finanzmärkten und die Feststellung, dass viele Anleger ihre Anlageentscheidungen oft irrational fällen, haben das Interesse des Autors an der Behavioral Finance geweckt.

Die Auseinandersetzung mit dem Thema „Behavioral Finance“ ist zudem durch die Überlegung motiviert, dass diese, anders als die Naturwissenschaften wie beispielsweise die Physik, eine wissenschaftliche Disziplin ist, in welcher der Humanaspekt eine wichtige Rolle spielt. Demzufolge sollte dieser Aspekt auch in den theoretischen Überlegungen mitberücksichtigt werden.

Die Dominanz des Postulats des rationalen Homo oeconomicus hat aber dazu geführt, dass diesem wichtigen Aspekt in der Theorie nicht genügend Rechnung getragen wird. Die Berücksichtigung sowie die Anerkennung irrationaler Verhaltenskomponenten des Menschen ist in der Humanwissenschaft, wenn der Blick zurück in die Vergangenheit gerichtet und die Anfangszeit der Renaissance oder Psychoanalyse in Erinnerung gerufen wird, auch keine Selbstverständlichkeit.

Vor diesem Hintergrund verfolgt die vorliegende Diplomarbeit einen interdisziplinären Ansatz und analysiert, ob Behavioral Finance eine Bereicherung für die Finanzmarkttheorie darstellt und einen Beitrag für deren Weiterentwicklung leisten kann.

An dieser Stelle möchte ich die Gelegenheit wahrnehmen, mich bei Herrn Prof. Dr. Karl-Herbert Graf und Herrn Prof. Dr. rer. publ. Herbert Sperber für die Betreuung dieser Diplomarbeit zu bedanken.

Nürtingen, den 02.01.2006

Alexander Thomas

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	1
2	Grundsätzliches zur Aktienanalyse	4
2.1	Fundamentale Analyse	4
2.2	Technische Analyse	8
3	Inhalte der vorherrschenden Kapitalmarktmodelle	12
3.1	Theoretische Grundlagen.....	12
3.2	Erklärung des Zufalls durch Rationalität.....	14
3.3	Markteffizienzhypothese (EMH)	15
3.4	Portfoliotheorie von Markowitz	16
3.5	Capital Asset Pricing Modell (CAPM).....	18
3.6	Arbitrage Pricing Theory (APT)	20
4	Behavioral Finance als möglicher Erklärungsansatz	22
4.1	Behavioral Finance im Überblick.....	23
4.2	Behavioral Finance als neuer Zweig der Kapitalmarkttheorie	28
4.3	Ursprünge der Behavioral Finance.....	29
4.4	Ziel und Aufgabe der Behavioral Finance	30
5	Anomalien am Aktienmarkt	33
5.1	Spekulationsblase („Bubble“)	33
5.2	Saisonale Effekte	35
5.3	Arten von Anomalien	36
5.3.1	Informationswahrnehmungsanomalien	36
5.3.1.1	Selektive Wahrnehmung („Selective Perception“)	37
5.3.1.2	Verfügbarkeit („Availability“)	38
5.3.2	Informationsverarbeitungsanomalien	39
5.3.2.1	Ankerbildung („Anchoring“)	39
5.3.2.2	Repräsentativität („Representativeness“).....	40
5.3.2.3	Spielerirrtum („Gambler´s fallacy“).....	41
5.3.2.4	Selbstüberschätzung („Overconfidence Bias“).....	42
5.3.2.5	Kontrollillusion („Illusion of control“)	44
5.3.2.6	Prospect-Theorie („Prospect theory“)	45
5.3.2.7	Verlustaversion („Loss aversion“)	47
5.3.2.8	Mentale Kontenführung („Mental accounting“).....	48

5.3.2.9	Ambiguitätsaversion („Ambiguity aversion“)	49
5.3.3	Entscheidungsanomalien	49
5.3.3.1	Dispositionseffekt („Disposition effect“)	49
5.3.3.2	Reueaversion („Regret avoidance“)	51
5.3.3.3	Präferenz für inländische Wertpapiere („Home Bias“)	53
6	Behavioral Finance im Vermögensmanagement	54
6.1	Diverse Behavioral Finance Modelle	54
6.2	Auswirkungen der Behavioral Finance auf die Forschung	56
6.3	Behavioral Finance in der Praxis	59
6.4	Vorteile der Behavioral Finance in der Praxis	61
6.5	Behavioral Finance-Produkte	64
6.6	Worauf der Vermögensberater achten sollte	66
7	Schlussbetrachtung und Ausblick	67
8	Anhang	VI
9	Literatur- und Quellenverzeichnis	VII

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
ABWL	Allgemeine Betriebswirtschaftslehre
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APT	Arbitrage Pricing Theory
Aufl.	Auflage
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
ebd.	Ebenda
EMH	Efficient Market Hypothesis
etc.	et cetera
f	folgende
ff	fortfolgende
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IPO	Initial Public Offer
K-G-V	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LTCM	Long-Term Capital Management
NASDAQ	National Association of Securities Dealer Automated Quotations-System
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
o.g.	oben genannte
o.V.	ohne Verfasser
S.	Seite
sog.	so genannte