Die Behavioral Finance-Theorie

Die Theorie des Behavioral Finance setzt sich mit irrationalem menschlichen Verhalten auf den Finanzmärkten auseinander. Das beobachtete Verhalten auf den Börsen weltweit widerspricht in der Regel den Vorhersagen klassischer ökonomischer Modelle, weshalb die Theorie des Behavioral Finance eine Erklärung für dieses irrationale Verhalten sucht. Solches Verhalten kann quer über alle finanzwirtschaftliche Entscheidungen beobachtet werden, weshalb sich eine breite, theoretische und empirische Literatur gebildet hat. Unter dem Begriff Behavioral Finance werden die psychologischen Erkenntnisse über Verhaltensstrategien der Anleger verstanden. Die meisten Entscheidungen, die Menschen treffen, kommen aus dem intuitiven Verstand und werden in der Regel vom reflexiven Verstand als sinnvoll akzeptiert, solange sie nicht offensichtlich falsch sind. Intuitive Entscheidungen sind häufig korrekt, zuweilen sogar in beeindruckender Weise. Behavioral-Finance-Forscher interessieren sich jedoch besonders für die Fehler des intuitiven und auch des reflexiven Verstands, die ganz praktische Implikationen für für die Geldanlage und den Vermögensaufbau haben.

1. Selbstüberschätzung: Je häufiger ein Anleger mit seinen Markteinschätzungen richtig liegt, desto mehr nimmt seine Selbstüberschätzung zu. Er sieht sich in seinem Handeln bestätigt und glaubt nun die Regeln des Marktes verstanden zu haben. Reagiert jedoch der Markt nicht wie erwartet, sind außergewöhnliche Umstände schuld, keinesfalls er selbst.

2. Selektive Wahrnehmung: Der Anleger nimmt Informationen wahr, die überwiegend seinen eigenen Vorstellungen entsprechen. Gegenargumente werden vernachlässigt, verdrängt oder ignoriert. Je unsicherer das Umfeld, desto intensiver die Suche nach stabilen Gesetzmäßigkeiten. Der Investor wünscht, alles kontrollieren zu können. Informationen in den Medien gleichen sich meist stark und werden oft von Lobbyinteressen beeinflusst. Der Anleger unterscheidet nicht, was eine verkaufsfördernde Marketing-Strategie oder eine auf Fakten beruhende Darstellung ist.

3. Anchoring oder Anker: Eine Anlageentscheidung orientiert sich an einem Richtwert. Dies kann ein bestimmter Wertpapierkurs sein, oder auch die Meinung von Freunden, Schreibern von Börsenbriefen oder Medien. Seit der Entdeckung von Australien wissen wir; es gibt auch schwarze Schwäne. Also auch das unmöglich Erscheinende ist möglich. Ändern sich die Rahmenbedingungen, besteht die Gefahr zu lange an dem gewählten Anker festzuhalten. Voraussagen müssen immer wieder überprüft werden. Voraussetzungen können sich schnell ändern und Prognosen sind sehr unzuverlässig. Dazu gehört auch, dass Verluste ertragen werden in der nicht begründeten Hoffnung auf mögliche spätere Gewinne. Die Anlegermeinung: „Ich warte ab, bis sich der Wert wieder erholt und ich ohne Verlust verkaufen kann“, ist dreifach falsch. Der Wert kann auch noch weiter fallen. Zwischenzeitlich werden bessere Anlagemöglichkeiten verpasst und durch fortschreitende Inflation kann Kaufkraft verloren gehen.

Fazit: Bei wirtschaftlichen Entscheidungen kommen Zielvorgaben und auch Prognosen eine unentbehrliche Rolle zu. Egal wie der Anleger vorgeht, ob er Münzen wirft, einem Börsenastrologen vertraut oder nach Mondphasen handelt, er sollte sich immer ins Bewusstsein rufen, dass die Zukunft unvorhersehbar bleibt. Gesunder Menschenverstand, Distanz zu irrationalen Verhaltensmustern und die Fähigkeit, unvoreingenommen auf Veränderungen zu reagieren, bewahrt vor Enttäuschungen und Verlusten.

Nur wer typische Verhaltensfehler bei sich selbst erkennt, kann nicht nur seine eigenen Entscheidungen optimieren, sondern auch die durch das Fehlverhalten anderer entstehenden Ineffizienten für sich selbst nutzen.

Einer der bedeutendsten Vertreter der verhaltensorientierten Finanzforschung, der Behavioral Finance, ist der Yale-Ökonom Robert J. Shiller. Diese Denkrichtung unterstellt den Menschen irrationales Verhalten.

Gegenteiliger Meinung ist der Ökonom Gene Fama (University of Chicago). Er geht in seiner Arbeit „Efficient market hypothesis“ davon aus, dass die Kapitalmärkte effizient sind. Dementsprechend sollten Aktienkurse zu jeder Zeit alle verfügbaren Informationen vollständig reflektieren. Diese Theorie stütz sich auf drei Annahmen. Erstens, Investoren verhalten sich rational. Zweitens, insofern Investoren nicht rational handeln, gleicht sich deren Verhalten gegenseitig aus, so das keine Preiseffekte auftreten. Drittens, falls Investoren in ähnlicher Weise nicht rational handeln, werden Arbitrageure den Preiseffekt risikolos eliminieren. Fama schrieb ebenfalls über „Portfolio theory and asset pricing“. Spontane Entwicklungen an den Märkten sind bei diesem Modell ausgeschlossen.

Eine Kombination aus beiden Lehren erarbeitete der Ökonom Roman Frydman, New York University. In seinem Werk „Imperfect Knowledge Economics“ (Ökonomie unvollständigen Wissens) verband er die Gedanken von John Maynard Keynes und Friedrich August von Hayek.

Hayek führte in seiner Nobelpreisrede aus: „Ich gestehe, dass ich

© Heinz Lappe

wahres, aber unvollständiges Wissen dem Anschein exakten Wissens bevorzuge“.

Roman Frydman unterstellte, dass das Wissen der Menschen unvollständig ist, die Marktpreise ergeben sich aus individuellen und unabhängigen Entscheidungen der Marktteilnehmer. Unser Handeln ist nicht immer rational, sondern unterliegt psychologischen Einflüssen und ist von Unsicherheit bestimmt. Nach der traditionellen Theorie wird das Risiko gemessen anhand von Kursschwankungen über einen bestimmten Zeitraum. Anleger kalkulieren aber langfristiger. Sie erkennen, das bei einer starken Hausse oder auch Baisse die Kursbewegungen deutlich höher liegen als bei früheren Zyklen. Dies wird dann als ein steigendes Risiko eingestuft.

So tendieren die Menschen dazu, Aktien bei Verlusten zu lange zu halten. Eine Aktie zu verkaufen, die an Wert verliert, ist außerordentlich unschön, weil dadurch die Realität des Verlustes offen zutage tritt. Im Gegenzug werden Aktien, deren Kurs gestiegen ist, häufig zu früh verkauft, weil dadurch ein Gewinn realisiert wird und uns dies Vergnügen bereitet. Wir empfinden Schmerz, wenn wir einen Verlust, und Freude, wenn wir einen Gewinn realisieren. Die Menschen machen hier einen Fehler in ihrer mentalen Buchführung („mental accounting“): Statt ihr Portfolio insgesamt zu betrachten, konzentrieren sie sich auf jede einzelne Aktie und treffen Entscheidungen anhand der jeweils unterschiedlich wahrgenommenen Realitäten.

Die Verlustaversion lässt Menschen auch zögern, Veränderungen durchzuführen, weil sie sich stärker darauf konzentrieren, was sie verlieren könnten, als darauf, was sie gewinnen könnten. Dies wird als „Trägheit“ oder Tendenz zum Status quo bezeichnet (Samuelson und Zeckhauser, 1988).

Entscheidende Einblicke:

Unser Verstand kennt zwei Arbeitsweisen: Den intuitivenVerstand (schnell, automatisch, ohne Anstrengung): Dieser kann zuklugen Entscheidungen führen, zuweilen aber auch systematisch zu irrationalen und schlechten finanziellen Entscheidungen. Den reflexiven Verstand (langsam, bewusst, mit Anstrengung): Dieser führt zu durchdachteren, rationalen Entscheidungen. Man sollte den reflexiven Verstand nutzen, um Fehler des intuitiven Verstands zu korrigieren und so die Ergebnisse zu verbessern. Idealerweise nutzt man um sich vor irrationalem Verhalten zu schützen z. B. durch „Selbstbindung“.