

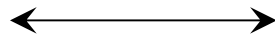
Behavioral Finance –

ein verhaltenswissenschaftlicher Ansatz
zum Verstehen von
Kapitalmärkten

Prof. Dr. Martin Weber
Universität Mannheim

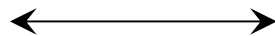


Rationale Investoren, die gemäß ihren Erwartungen und Präferenzen investieren



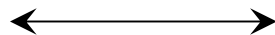
Herdenverhalten (Herding) der Investoren und Analysten auf den Finanzmärkten

Nicht vorhersagbare Aktienkurse (schwache Informationseffizienz, „Random Walk“-Eigenschaft)



Zeitweilige Überbewertungen (Bubbles) am Aktienmarkt

Wohldiversifizierte Portfolios (Markowitz)



Mangelnde internationale Diversifikation (Home Bias)
Stockpicking



= Behavioral Finance

- Psychologie
- Finanzierungstheorie
- Empirie
- Experimentelle
Wirtschaftsforschung

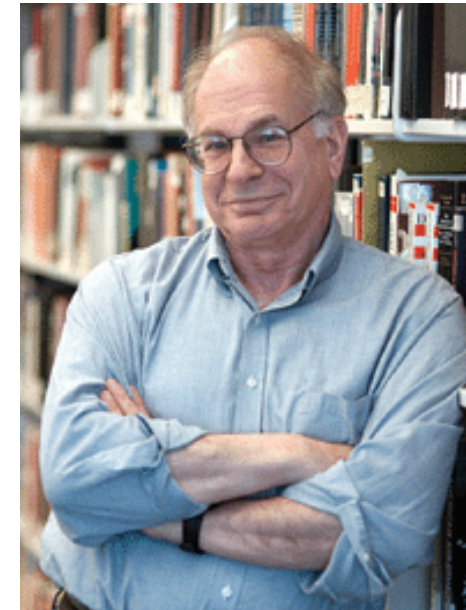
- NEU ?

Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften 2002



Prof. Vernon Smith

„... für den Einsatz von Laborexperimenten als Werkzeug in der empirischen ökonomischen Analyse, insbesondere in Studien unterschiedlicher Marktmechanismen“



Prof. Daniel Kahneman

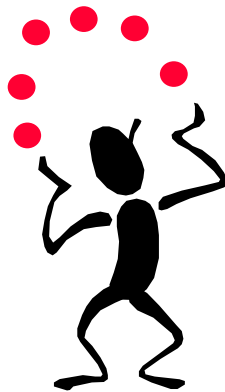
„... für das Einführen von Einsichten der psychologischen Forschung in die Wirtschaftswissenschaft, besonders bezüglich Beurteilungen und Entscheidungen bei Unsicherheit“

- ➔ **1. Vom Individuum zum Markt**
 - 1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen**
 - 1.2 Der Dispositions-Effekt**

- 2. Vom Markt zum Individuum**
 - 2.1 Momentum**
 - 2.2 Handelsvolumen**

- 3. Ausblick**

Individualverhalten



Modellbildung

Markt



- Erkenntnisse aus der Psychologie/Sozialforschung

- Auswirkungen auf Investorenverhalten/ Marktgrößen

1. Vom Individuum zum Markt



1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen

Prospect-Theorie – Kahneman und Tversky 1979

1.2 Der Dispositions-Effekt

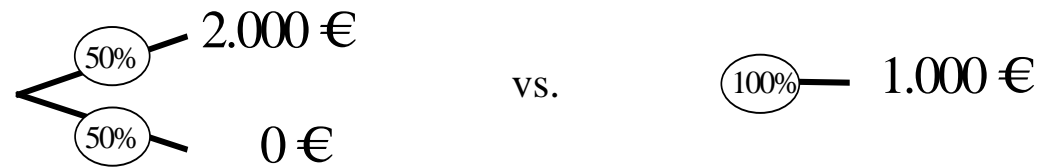
2. Vom Markt zum Individuum

2.1 Momentum

2.2 Handelsvolumen

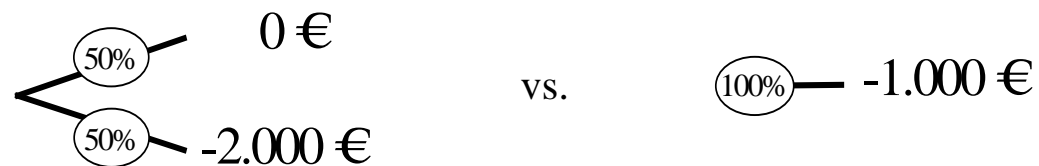
3. Ausblick

Entscheidungssituation 1:



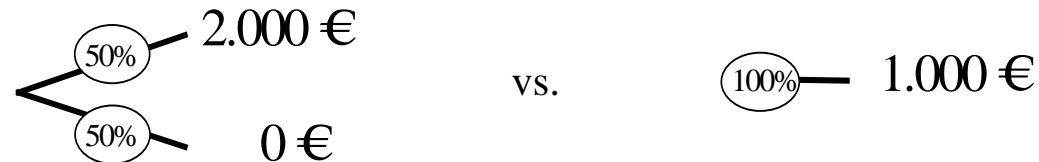
Entscheidungssituation 2:

Sichere Zahlung von 2000 € und



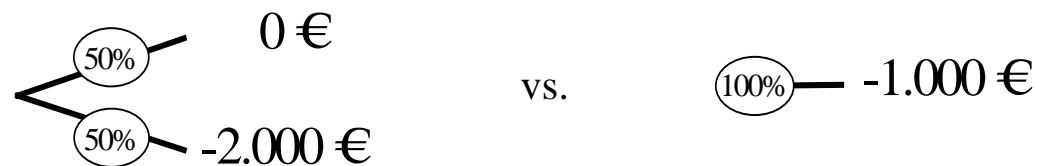
- Setzen von Referenzpunkten
- Denken in Gewinnen und Verlusten
- Unterschiedliche Risikobereitschaft bei Gewinnen und Verlusten

Entscheidungssituation 1:



Entscheidungssituation 2:

Sichere Zahlung von 2000 € und



- Setzen von Referenzpunkten
- Denken in Gewinnen und Verlusten
- Unterschiedliche Risikobereitschaft bei Gewinnen und Verlusten

1. Vom Individuum zum Markt

1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen



1.2 Der Dispositions-Effekt

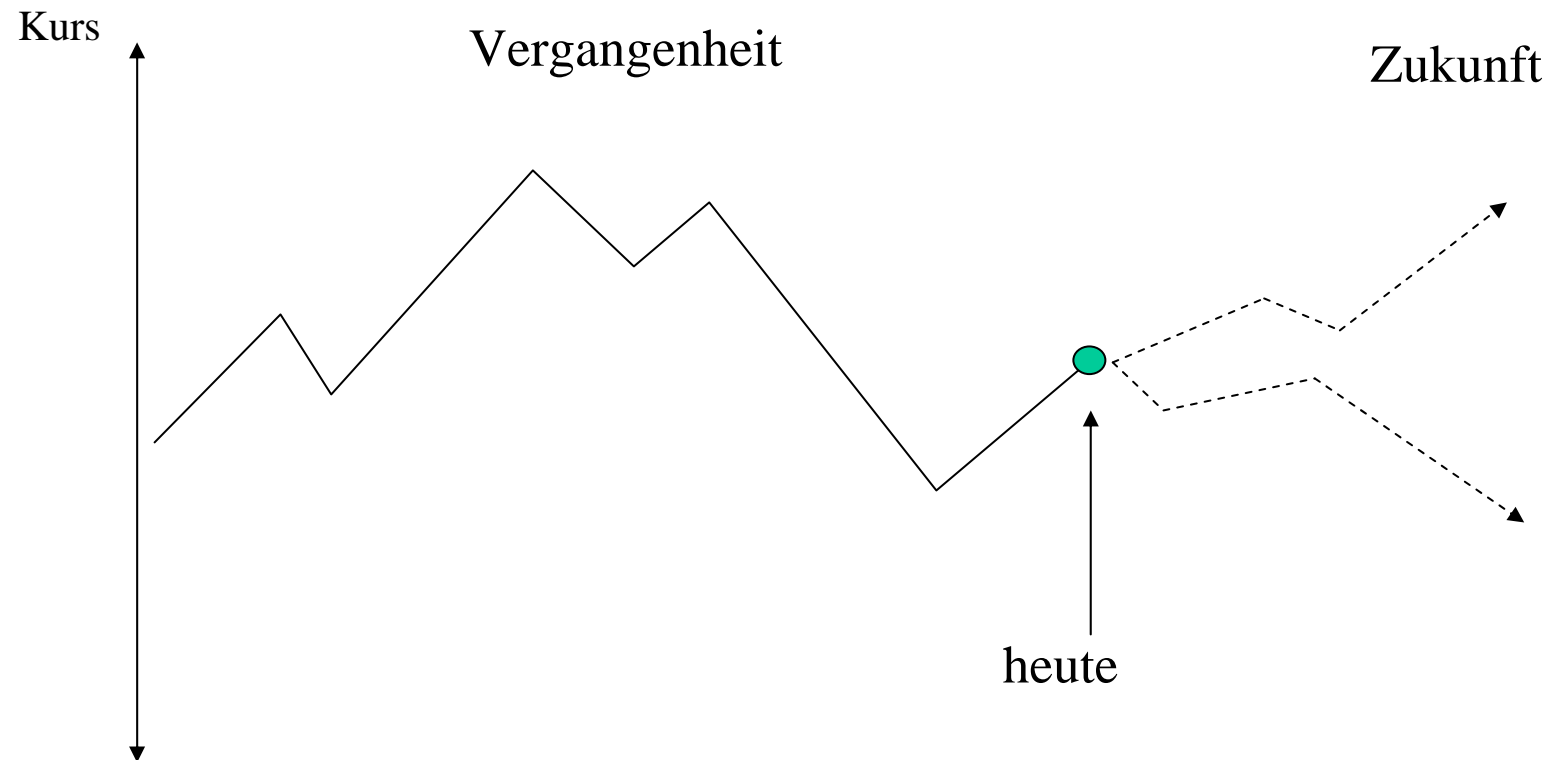
2. Vom Markt zum Individuum

2.1 Momentum

2.2 Handelsvolumen

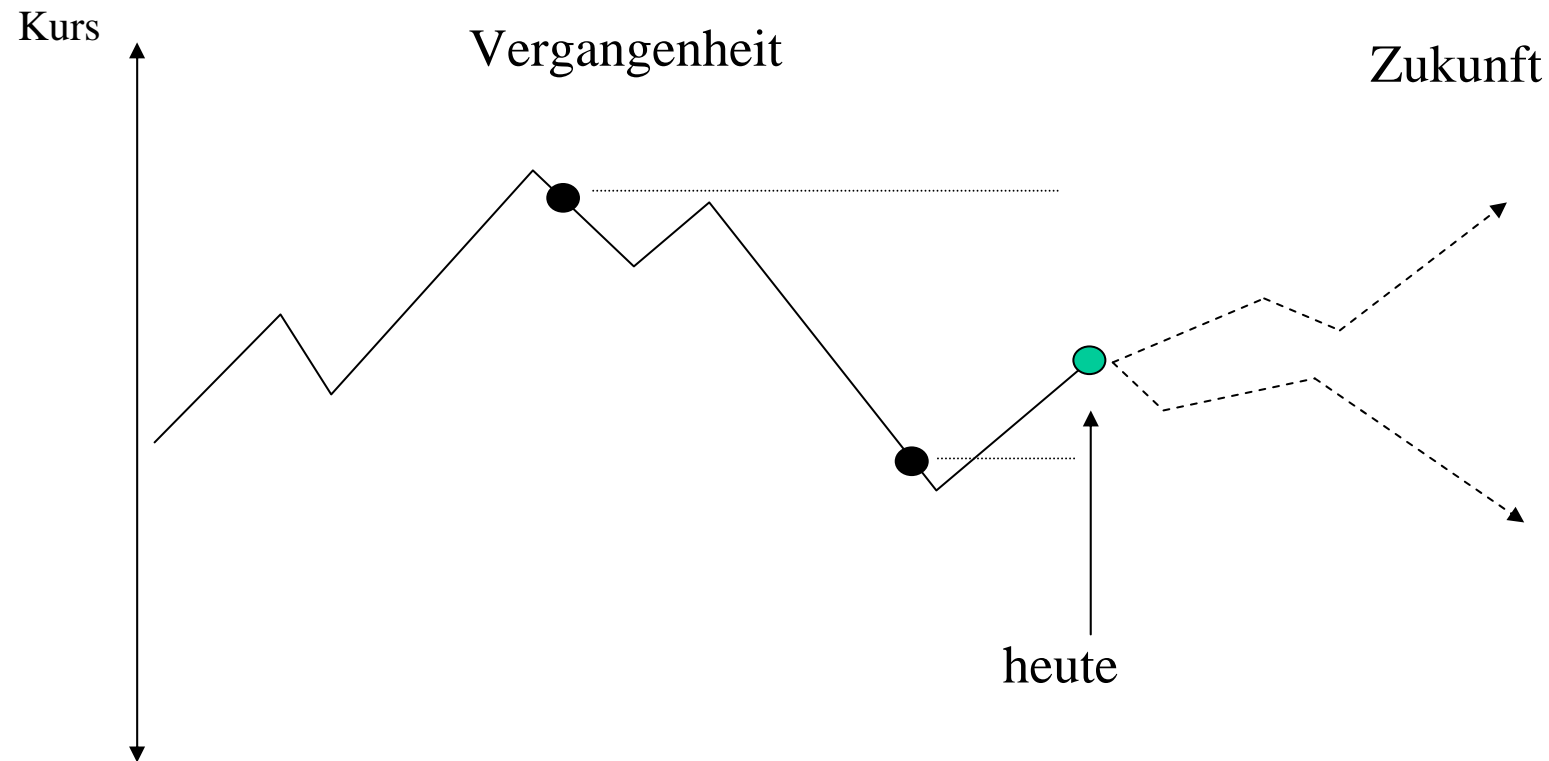
3. Ausblick

Das Problem

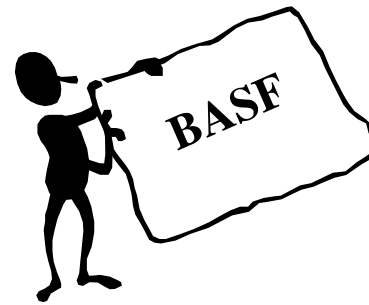
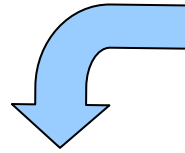


Beeinflussen Vergangenheitskurse die Bereitschaft zum Kauf / Verkauf eines Wertpapiers?

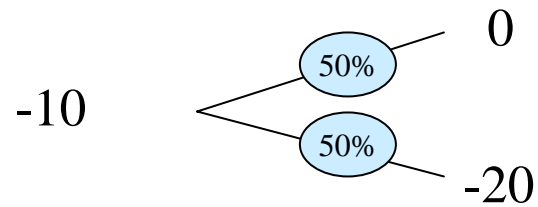
Das Problem: Ein Spezialfall



Beeinflußt der Kaufpreis die Bereitschaft zum Verkauf ?

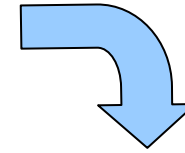
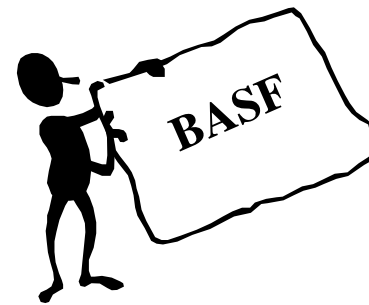


Verluste

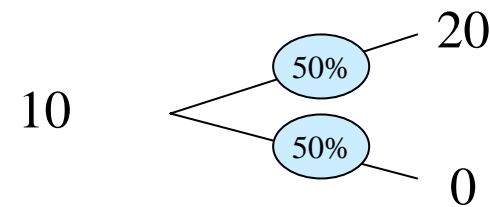


Risikofreude

⇒ Halten

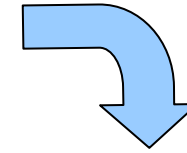
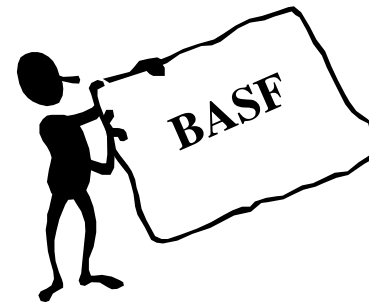
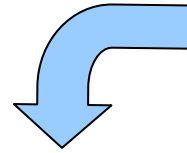


Gewinne



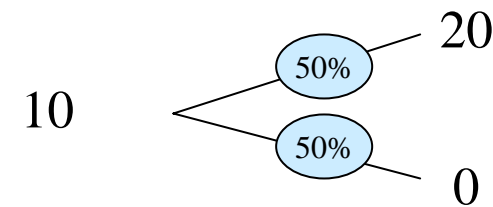
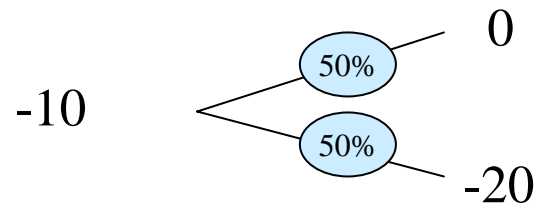
Risikoaversion

⇒ Verkaufen



Verluste

Gewinne



Risikofreude

⇒ Halten

Risikoaversion

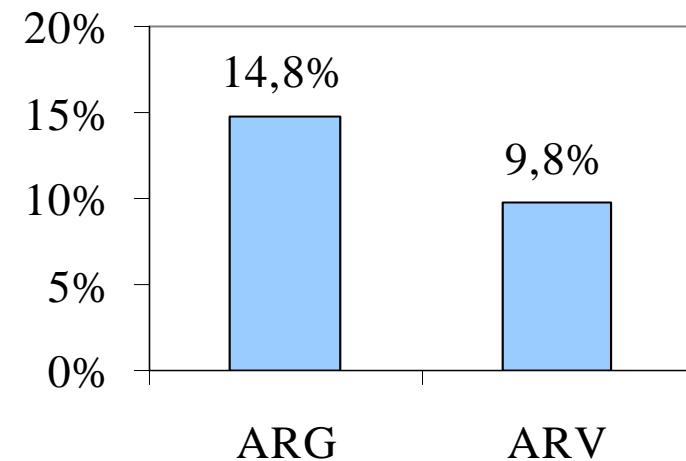
⇒ Verkaufen

Anteil realisierter Gewinne:
$$\text{ARG} = \frac{\text{realisierte Gewinne}}{\text{realisierte Gewinne} + \text{Buchgewinne}}$$

Anteil realisierter Verluste:
$$\text{ARV} = \frac{\text{realisierte Verluste}}{\text{realisierte Verluste} + \text{Buchverluste}}$$

Daten (Odean, JF 1998):

- Amerikanischer Discount Broker
- 10.000 Konten
- 1987-1993



Experimentelle Bestätigung des Dispositions-Effektes

(Weber und Camerer, 1998)

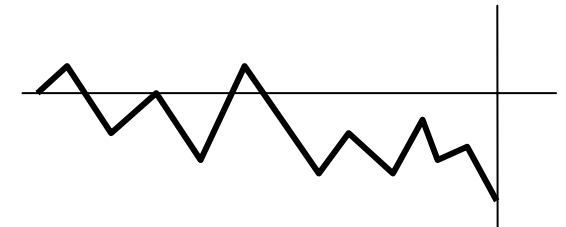
Börse im Labor:

Kauf- und Verkaufs-
entscheidungen unter
kontrollierten Bedingungen

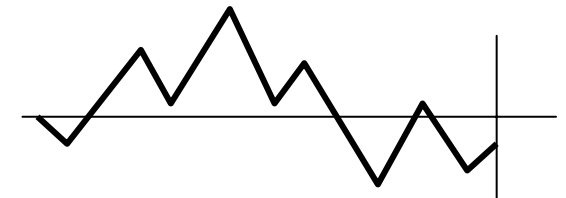
• Rational: Verlierer verkaufen
Gewinner kaufen

• Tatsächlich:
Verkaufte Aktien:
➤ 60% Gewinner
➤ 40% Verlierer

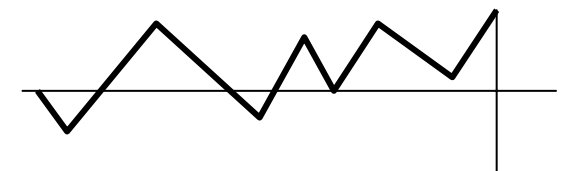
Aktie X
40 %
Kursanstieg

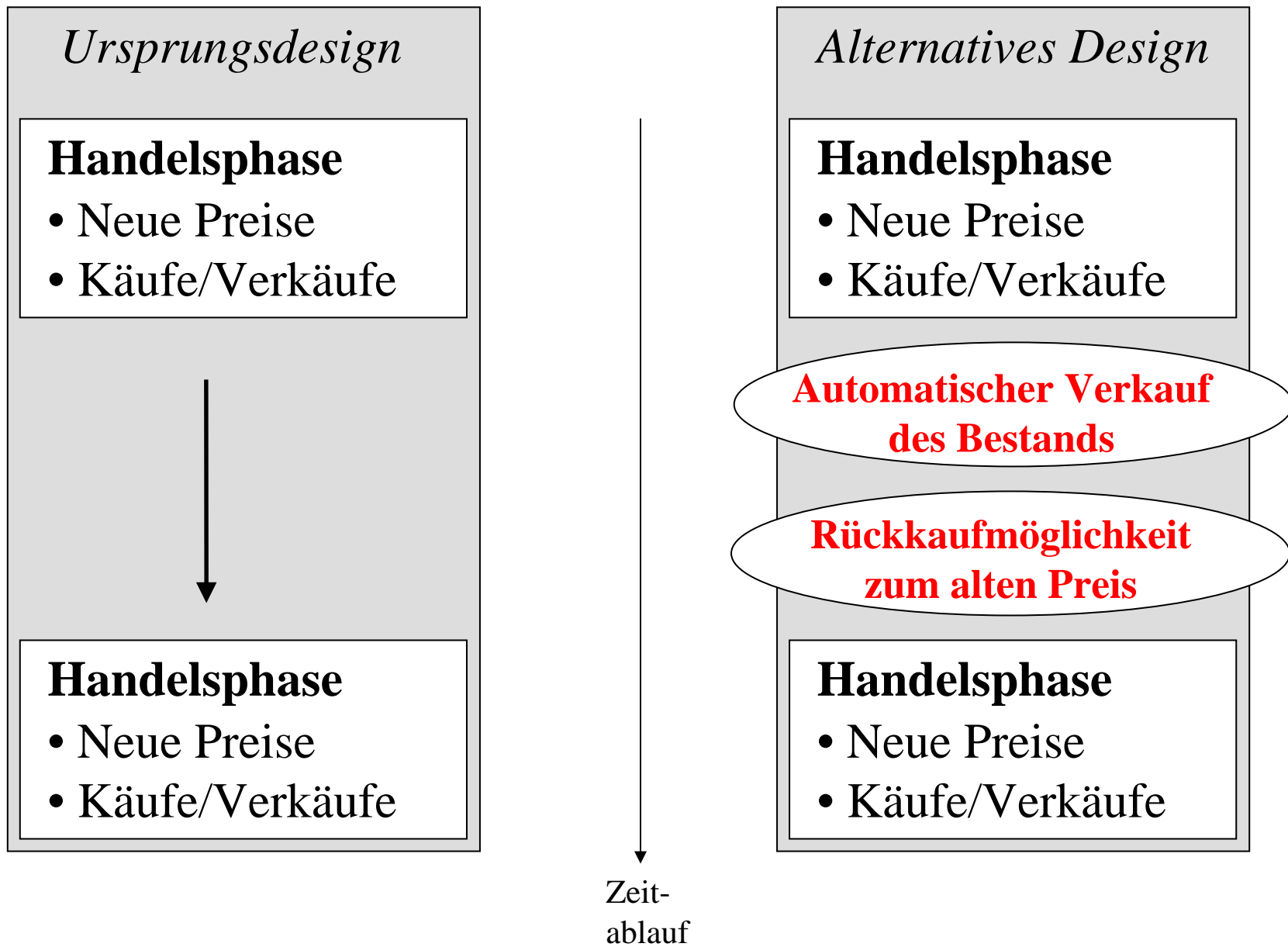


Aktie Y
50 %
Kursanstieg



Aktie Z
60 %
Kursanstieg





1. Vom Individuum zum Markt

1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen

1.2 Der Dispositions-Effekt

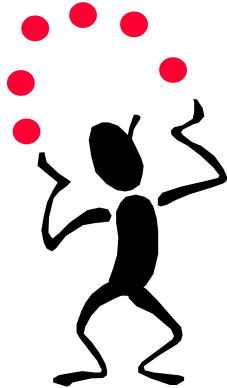
➡ 2. Vom Markt zum Individuum

2.1 Momentum

2.2 Handelsvolumen

3. Ausblick

Individualverhalten



- Suche nach Erklärungsansätzen der Psychologie

„Borrowing good psychology rather than inventing bad psychology“ (Thaler)

Markt



- Beobachtung von besonderen Verhaltensweisen der Investoren oder von Marktanomalien

1. Vom Individuum zum Markt

1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen

1.2 Der Dispositions-Effekt

2. Vom Markt zum Individuum



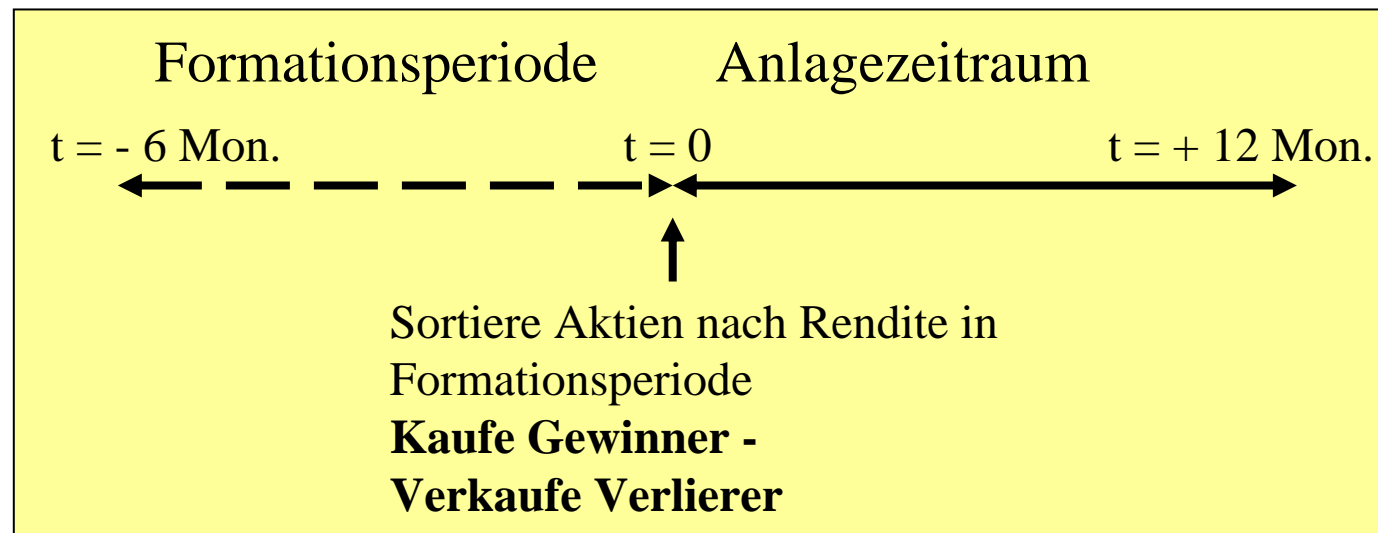
2.1 Momentum

2.2 Handelsvolumen

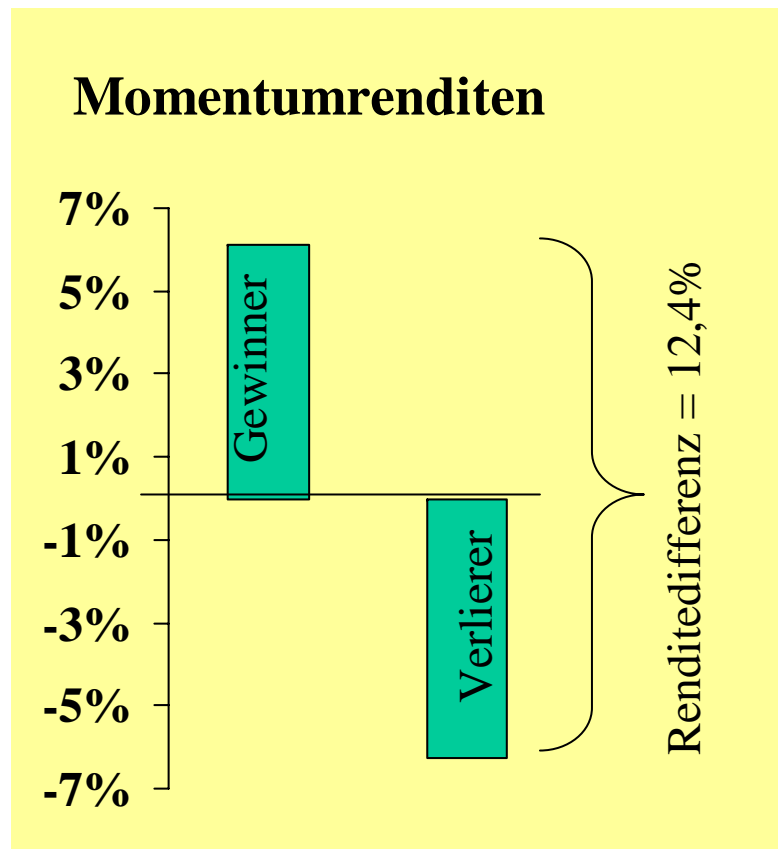
3. Ausblick

Was sind Momentumstrategien?

- Mittelfristige Anlagestrategie (3-12 Monate)
- Versuch, steigende Aktien zu identifizieren und fallende Aktien zu vermeiden (Relative Stärke)
- Implementierung:



Funktionieren Momentumstrategien?



- Gewinner schlagen Verlierer in Deutschland um 12 % p.a.
- Bestätigung der Erfolge für 11 weitere europäische und den U.S.-amerikanischen Aktienmarkt

Quellen: August, Schiereck, Weber (1999), Rouwenhorst (1998), Jegadeesh, Titman (1993)

Erklärungen für Momentumerträge

- Risiko
- Transaktionskosten
- Zufall
- **Systematische Unterreaktion auf neue Information**

**Reichtum durch Momentumstrategien:
Bei mir (leider) nicht**

1. Vom Individuum zum Markt

1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen

1.2 Der Dispositions-Effekt

2. Vom Markt zum Individuum

2.1 Momentum



2.2 Handelsvolumen

3. Ausblick

Motivation

Das Handelsvolumen in Finanzmärkten erscheint (sehr) (zu) hoch.

- z.B.: New York Stock Exchange im Jahr 2002
 - Turnover: rund 100 %.
 - Gesamthandelsvolumen: 10.3 trillion U.S. \$.

„perhaps the single most embarrassing fact to the standard finance paradigm“

De Bondt/Thaler (1995)

Heute

Handel = f (past performance, overconfidence)

Overconfidence

- i) Liegt Rom südlicher als New York?
- ii) Wo steht der DAX am Jahresende?
- iii) Ich fahre besser Auto als die anderen!

Glaser, Weber (2004a, b)

Handel = f (past performance, better than average)

1. Vom Individuum zum Markt

1.1 Transformation von Entscheidungskonsequenzen

1.2 Der Dispositions-Effekt

2. Vom Markt zum Individuum

2.1 Momentum

2.2 Handelsvolumen

➔ 3. Ausblick

Was kann man tun?

Gefahr erkannt – Gefahr gebannt!

Ökonomische Theorie

Erwartungen bilden

Diversifikation

Risiko-Return Abwägung

Vermeiden von psychologischen Fallen

Dispositions-Effekt

Overconfidence (u.v.a.m.)

Ausnutzen von Effekten

Momentum (u.v.a.m.)

Darstellungseffekt