



Behavioral Finance und die 'efficient market' Theorie

von

Dr. rer. nat. Hans Uhlig

Copyright Hinweis

Der Text und die Abbildungen dieses Beitrages unterliegen dem Urheberrechtsschutz. Wer diese Produkte erwirbt, darf sie für den eigenen Gebrauch nutzen. Kopien oder Wiedergaben in anderer Form ob vollständig oder nur teilweise, bedürfen meiner schriftlichen Zustimmung.

Hans Uhlig, Juni 2010

Finanzmarktteilnehmer verhalten sich rational – Theorie und Wirklichkeit

Die ‚*efficient market*‘ Hypothese war für lange Jahre die Leitidee in der Finanztheorie und vielen ist sie das noch heute. Ein Kernstück dieser Hypothese ist die Annahme, dass die Marktteilnehmer bei ihren Entscheidungen stets rationalem Kalkül folgen. Diese Annahme klingt zunächst plausibel, denn was sollte man sonst annehmen?

Der Psychologe Daniel Kahnemann und der Wirtschaftswissenschaftler Amos Tversky wollten es genau wissen. In einer bahnbrechenden Studie, die sich über 30 Jahre hinzog, ließen sie Leute aus allen Gesellschaftsgruppen hypothetische Entscheidungen in verschiedenen Finanzsituationen treffen und werteten die Antworten aus. Mit dieser Form der empirischen Sozialforschung begründeten sie die Forschungsrichtung ‚*behavioral finance*‘. Als ein Grenzgebiet zwischen Psychologie und Finanzwissenschaft, widmet sich ‚*behavioral finance*‘ der Frage, welche Gründe, Motive, Einstellungen die Marktteilnehmer tatsächlich zu ihren Entscheidungen bewegen. Die beiden Wissenschaftler haben dabei Pionierarbeit geleistet und die Ergebnisse ihrer Studien mündeten in die von ihnen so benannte ‚*prospect theory*‘, für die sie (Tversky posthum) auch den Nobelpreis in Wirtschaftswissenschaften erhielten. Ihre Arbeiten haben nicht nur unser Selbstverständnis als rational denkende Individuen erschüttert, sondern auch starke Zweifel an bestehenden Theorien in den Wirtschafts- und Finanzwissenschaften aufkommen lassen.

Das zentrale Ergebnis dieser Studien war, dass der weit überwiegende Anteil der Personen nicht rational entschieden hat. Das allein könnte zwar die ‚*efficient market*‘ Hypothese nicht erschüttern, denn sie schließt irrationales Handeln nicht gänzlich aus. Aber sie erwartet, dass die irrationalen Handlungsweisen nicht entscheidend sind, weil sie annimmt, diese seien zufällig verteilt und wiesen teils in die eine, teils in die andere Richtung. Per Saldo sollten sich diese Zufälligkeiten gegenseitig aufheben. Tversky und Kahnemann haben jedoch gezeigt, dass die irrationalen Verhaltensweisen nicht zufällig und beliebig sind, sondern systematisch auftreten und eine bevorzugte Richtung haben. Die Versuchspersonen trafen Entscheidungen zu ihrem Nachteil, weil sie unbegründete Erwartungen hatten, die ihnen nur ihre Eingebung vorgaukelte aber die logisch nicht haltbar waren. Aus Angst gaben sie Gewinnpositionen zu früh auf und aus Eitelkeit hielten sie Verlustpositionen zu lange. Die Schlussfolgerung der Studienbetreiber war, dass wir eigentlich als Marktteilnehmer geborene Verlierer sind. Es mag Ausnahmen geben, aber grundsätzlich sind die Menschen so veranlagt.

D. Kahneman und A. Tversky: Prospect theory – An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47, Nr. 2, S. 263-291, 1979.