

**Thomas Friedrichs**

# Behavioral Finance

Psychologische Einflüsse an Kapitalmärkten

**Diplomarbeit**

## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2000 Diplomica Verlag GmbH  
ISBN: 9783832458294

**Thomas Friedrichs**

## **Behavioral Finance**

**Psychologische Einflüsse an Kapitalmärkten**



---

Thomas Friedrichs

# Behavioral Finance

*Psychologische Einflüsse an Kapitalmärkten*

**Diplomarbeit**  
**an der Fachhochschule Köln, 1**  
**Fachbereich Wirtschaft**  
**Institut für Kreditwirtschaft**  
**3 Monate Bearbeitungsdauer**  
**April 2000 Abgabe**



***Diplom.de***

Diplomica GmbH ———  
Hermannstal 119k ———  
22119 Hamburg ———

Fon: 040 / 655 99 20 ———  
Fax: 040 / 655 99 222 ———

agentur@diplom.de ———  
www.diplom.de ———

ID 5829

Friedrichs, Thomas: Behavioral Finance - Psychologische Einflüsse an Kapitalmärkten

Hamburg: Diplomica GmbH, 2002

Zugl.: Köln, Fachhochschule, Diplomarbeit, 2000

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomica GmbH

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2002

Printed in Germany

<b>1.</b>	<b>EINLEITUNG</b> .....	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>BEHAVIORAL FINANCE IN ABGRENZUNG ZUR KAPITALMARKTTHEORIE</b> .....	<b>5</b>
2.1.	THEORIE EFFIZIENTER MÄRKTE .....	5
2.2.	CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM) .....	12
2.3.	INPUTPARAMETER DES CAPM .....	15
2.3.1.	<i>Betafaktor</i> .....	15
2.3.2.	<i>Aktienrenditen</i> .....	16
<b>3.</b>	<b>ANLEGERVERHALTEN UND PSYCHOLOGIE</b> .....	<b>20</b>
3.1.	INFORMATIONSVERRARBEITUNG UND -WAHRNEHMUNG .....	20
3.1.1.	<i>Komplexitätsreduzierung</i> .....	23
3.1.2.	<i>Repräsentativitäts-Heuristik</i> .....	24
3.1.3.	<i>Verankerungsheuristik</i> .....	25
3.1.4.	<i>Orientierung an Expertenmeinungen</i> .....	26
3.1.5.	<i>Selektive Wahrnehmung</i> .....	31
3.1.6.	<i>Einfluss von Stimmungen</i> .....	32
3.2.	ENTSCHEIDUNGSVERHALTEN .....	34
3.2.1.	<i>Kognitive Dissonanz</i> .....	34
3.2.2.	<i>Dispositionseffekt</i> .....	35
3.2.3.	<i>Mental Accounting</i> .....	40
3.2.4.	<i>Einfluss von Stimmungen</i> .....	41
3.2.5.	<i>Kontrollphänomene</i> .....	43
3.2.6.	<i>Emotionales Handeln</i> .....	45
<b>4.</b>	<b>MARKTVERHALTEN UND PSYCHOLOGIE</b> .....	<b>46</b>
4.1.	BETRACHTUNG EINES IDEALTYPISCHEN AKTIENKURSVERLAUFES .....	48
4.2.	MARKTPHASENBETRACHTUNG.....	64
<b>5.</b>	<b>EINBINDUNG IN DIE KLASSISCHE AKTIENANALYSE</b> .....	<b>68</b>
5.1.	FUNDAMENTALE ANALYSE .....	68
5.2.	TECHNISCHE ANALYSE .....	73
5.2.1.	<i>Sentimentindikatoren</i> .....	74
5.2.2.	<i>Bedeutung der Sentimentindikatoren</i> .....	81
<b>6.</b>	<b>ABSCHLIEBENDE BEWERTUNG</b> .....	<b>82</b>
<b>7.</b>	<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>84</b>
<b>8.</b>	<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>85</b>
<b>9.</b>	<b>TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>86</b>
<b>10.</b>	<b>ANHANG</b> .....	<b>86</b>
<b>11.</b>	<b>LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>87</b>

## 1. Einleitung

Die Aktienanlage ist in den letzten Jahren zu einer etablierten und beliebten Anlageform geworden. Maßgeblich dazu beigetragen hat zweifellos der Börsengang der Deutschen Telekom im November 1996, den viele Privatanleger dazu genutzt haben, sich mit der Anlage in Beteiligungswerten zu beschäftigen. Auch die Einführung des Neuen Marktes, ein Marktsegment der Deutschen Börse AG für junge und wachstumsstarke Unternehmen, führte viele Anleger an die Börse.

Für einen Anleger, der bislang keine Erfahrungen an den Finanzmärkten gesammelt hat, scheint die Börse ein anonymer Markt zu sein, dessen Steigen oder Fallen eher zufällig bedingt ist. Allerdings vergisst man häufig, dass die Börse als institutionalisierte Kapitalumschlagstelle zwar eine anonyme und immer lautloser werdende Einrichtung ist – man denke an den stetig wachsenden Anteil der Aktienumsätze im vollelektronischen Handelssystem XETRA, jedoch die Börse eine aggregierte Form ständiger Entscheidungen zum Kauf bzw. Verkauf von Aktien darstellt. Letztlich sind diese Entscheidungen Ausfluss menschlicher Denkprozesse, die sich dann in den Aktienkursen niederschlagen. Verfolgt man das historische Börsengeschehen, so lassen sich zahlreiche Phasen ausmachen, in denen die Aktienmärkte euphorisch und ohne ein Halten neue Höchststände erreichen, oder aber die Aktienkurse fallen mit immer größer werdender Geschwindigkeit, scheinbar ohne einen Boden zu finden. Die Stimmung der Marktteilnehmer ist typischerweise im ersten Fall geprägt von unerschütterlichem Optimismus, im zweiten Fall scheint es keinen Marktteilnehmer zu geben, der nur eine Spur Optimismus zeigt.

Die Wirtschaftswissenschaft, die allen Marktteilnehmern rationales Verhalten unterstellt, lässt menschlich-psychologische Aspekte unberücksichtigt, erklärt diese Phänomene zu einer Residualgröße, die aber das theoretische Modell in ihrer Aussagekraft nicht entkräftet. Der Berufsspekulant und Buchautor André Kostolany hingegen behauptete, dass die Börse zu 90 Prozent aus Psychologie bestünde – zumindest kurz- bis mittelfristig, wie er einschränkte.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Kostolany: Börsenpsychologie, 1998, S. 19-26

Die Tatsache, dass das Börsengeschehen oftmals von Psychologie und Irrationalität geprägt ist, wurde lange Zeit mit einfachen Merksätzen wie *Buy on bad news* oder *Sell on good news* stark vereinfacht. Der Rat, zu handeln, wenn alles dagegen spricht, wenn „die Kanonen donnern“ – also gerade die dominierende Stimmung als Kontraindikator zu nutzen – fand aber irgendwann doch den Weg in die Aktienanalyse. Die Grundlagen für die Übernahme psychologischen Wissens in die technische Analyse schaffte im Jahre 1954 Humphrey B. Neill, der die Geschehnisse während des Crashes der amerikanischen Börse im Jahre 1946 beobachtete. Mit seinem Buch *The Art of Contrary Thinking* prägte er den Begriff der gegensätzlichen Meinung und stellte diese Theorie als Anlagephilosophie vor.<sup>2</sup>

Diese Theorie brachte den Durchbruch der technischen Analyse in Amerika. Bislang hatte man sich hauptsächlich auf fundamentale Marktdaten gestützt und einen langfristigen Trend betrachtet, doch nun kamen bereits die ersten Ansätze, die Verhaltensweisen von Marktteilnehmern zu beobachten und diese mit Regelmäßigkeiten in Kursverläufen zu verknüpfen.

Wurden somit erste Grundlagen für eine weitergehende Betrachtung der Finanzmärkte geschaffen, gelang es jedoch bisher nicht, das Spannungsverhältnis zwischen Ökonomie und Psychologie schlüssig zu verarbeiten. Erst in jüngster Vergangenheit entstand mit der Behavioral Finance ein Wissenschaftsgebiet der Kapitalmarktforschung, das dieses Spannungsverhältnis systematisch aufarbeitet und Ansätze darstellt, die weit über die technische und fundamentale Aktienanalyse hinausgehen, gerade die technische Analyse aber in einer neuen Weise erklärt und unterstützt.

Diese Arbeit versucht, das Arbeitsfeld der Behavioral Finance zu vertiefen und Grenzbereiche aufzuzeigen, da auch die Investmentpsychologie nicht ein alleserklärendes Anlagekonzept sein kann.

---

<sup>2</sup> Vgl. Tvede: Psychologie, 1991, S. 103-105

## 2. Behavioral Finance in Abgrenzung zur Kapitalmarkttheorie

### 2.1. Theorie effizienter Märkte

Die Kapitalmärkte werden von Wirtschaftswissenschaftlern oftmals als annähernd perfekte Märkte definiert. Die Theorie des effizienten Marktes wurde insbesondere durch den Chicagoer Professor Eugene F. Fama geprägt. Grundlegend besagt die Markteffizienzhypothese, dass Kapitalmärkte einem effizienten Markt sehr nahe kommen, da aufgrund der hohen Anzahl von Marktteilnehmern und der schnellen Informationsverbreitung eine vollkommene Konkurrenz besteht. Die Preise auf diesem Markt, also die Wertpapierkurse, spiegeln demnach zu jeder Zeit alle verfügbaren Informationen wider.<sup>3</sup>

Fraglich ist die Annahme, dass alle Marktteilnehmer jederzeit und uneingeschränkt rational handeln. Dies möchte man als nüchterner Betrachter einer Aktienbörse vielleicht vermuten, jedoch zeigen historische Beispiele, dass Informationen oft überbewertet oder unterbewertet werden. Extreme Übertreibungsphasen, die sich in Haussemärkten zu einer Spekulationsblase und in Baissemärkten zu einer extremen Unterbewertung von Aktien ausbilden, sind augenscheinlich nicht mit Rationalität vereinbar, da es andere Phänomene sein müssen, die in diesen Phasen vorherrschen. Nun mag die Kapitalmarkttheorie diese Phasen als Noise,<sup>4</sup> also als Störungen betrachten, die Effizienz zwar verhindern, die Theorie jedoch nicht gefährden.

Es bleibt die unbefriedigende Tatsache, dass die Kapitalmarktmodelle das tägliche Marktgeschehen nicht erklären. Tägliche Schwankungen der Kurse und eine hohe Volatilität können nicht mit einer entsprechend hohen Anzahl neuer Informationen begründet werden. Neben Informationen fließen demnach auch andere Einflussgrößen in die tägliche Kursbildung ein, selbst innerhalb der Handelszeit eines Tages können sich Kurstrends umkehren. Außerdem konfrontieren uns die Modelle mit dem Paradoxon, dass aufgrund der Markteffizienz keine Überrenditen durch Informationsbeschaffung und -verarbeitung erzielt werden können. Doch welche Institution bzw. welcher Marktteilnehmer betreibt kostenträchtiges Research, um den Markt mit Informationen zu versorgen, wenn sich keine Überrenditen erzielen lassen.<sup>5</sup> In der heutigen Finanzwelt unterhält beinahe jedes größere Finanzinstitut einen Researchbereich, gute Aktienanalysten zählen zu den hochdotiertesten Angestellten in der Finanzbranche.

---

<sup>3</sup> Vgl. Fama: Efficient, 1970, S. 383

<sup>4</sup> Vgl. Gerke, Wolfgang: Herrschaft der Androiden, in: Jünemann / Schellenberger: Psychologie, 1997, S. 25f.

<sup>5</sup> Vgl. Bienert: Marktprozess, 1996, S. 26f.