



European School of Business

Member
of the
International
Partnership of
Business Schools

Bloomington
Boston
Dublin
Lancaster
Madrid
Piacenza
Puebla
Reims
Reutlingen

Working Paper 2005-02

Preis und Wert
Spekulative Blasen und Rationalverhalten

Prof. Dr. Rolf J. Daxhammer

Hochschule Reutlingen
Reutlingen University

European School of Business (ESB)

Alteburgstraße 150
D-72762 Reutlingen
Tel.: 07121/271 - 410
Fax: 07121/24 0-9 71

www.esb-reutlingen.de



Hochschule Reutlingen
Reutlingen University

Preis und Wert

Spekulative Blasen und Rationalverhalten

1. Einleitung

1.1 Finanzmarktkrisen als Ausgangspunkt

1.2 Kritik und Skepsis gegenüber Finanzmärkten

1.4 Theorie effizienter Märkte versus Behavioral Finance

2. Wertermittlung

2.1 Das neoklassische Modell der effizienten Märkte

2.2 Konsequenzen des Neoklassischen Modells

2.3 Zentrale Bedeutung der Informationseffizienz

3. Grundlagen Behavioral Finance

3.1 Finanzmarktanomalien

3.2 Emotionale und gruppenpsychologische Erklärungen des Anlegerverhaltens

4. Preisbildung an Finanzmärkten

4.1 Ansatzpunkte der Behavioral Finance

4.2 Informationstheoretische Verknüpfung der Behavioral Finance mit neoklassischer Nutzenmaximierung

5. Makroökonomische Kapitalallokation

5.1 Marktversagen

5.2 Ansatzpunkte der Regulierung

6. Schlussbemerkungen

7. Literaturliste

1. Einleitung

1.1 Finanzmarktkrisen als Ausgangspunkt

In den letzten zehn bis fünfzehn Jahren, so mag es erscheinen, häufen sich die Krisen an den internationalen Finanzmärkten. Nachdem Anfang der neunziger Jahre noch Lateinamerika Krisenherd Nummer eins war, geriet ab 1997 Asien in den Brennpunkt des öffentlichen Interesses. Von dort griff die Krise zügig über auf Russland. Kaum war Russland aus den Schlagzeilen, geriet ein Hedge-Fonds (Long-Term Capital Management) ins Kreuzfeuer, der nicht nur Milliardenverluste zu verdauen hatte, sondern sogar, zumindest kurzzeitig, das ganze internationale Finanzsystem in die Knie zu zwingen drohte.

Von diesem Schock Ende der neunziger Jahre hatte sich das internationale Finanzsystem kaum erholt, da läuteten in der Türkei und Argentinien Anfang des neuen Jahrhunderts schon wieder die Alarmglocken. Und überall dem schwebt wie ein Damokles-Schwert die Gefahr einer weiteren Verschärfung der Bankenkrise in Japan. Fast scheint es, als würde das internationale Finanzsystem einer inneren Logik folgend von einer Krise in die nächste stürzen und als wäre es nur eine Frage der Zeit, bis eine dieser Krisen nicht mehr glimpflich ausgeht und die Weltwirtschaft wie schon vor siebzig Jahren in eine tiefe Depression stürzt.

1.2 Kritik und Skepsis gegenüber Finanzmärkten

Vor diesem Hintergrund wirkt es im Rückblick fast gespenstisch, wie unbeeindruckt von diesen Krisen in den neunziger Jahren die Aktienmärkte in den USA und Europa haussierten. Dass sich dies vor allem im Technologie- und Medienbereich im Nachhinein als riesige spekulative Blase entpuppt hat, passt fast folgerichtig in die Krisenlogik der letzten zehn Jahre. Allerdings war es nicht zuletzt das Platzen dieser Blase, das auch im direkten Umfeld der Finanzmärkte Rufe nach Regulierung und Zügelung der Marktkräfte aufkommen ließ. Die Einführung einer sogenannten Tobin-Steuer auf Devisengrenzen überschreitende, spekulative Transaktionen ist nur eine der Maßnahmen, die im Augenblick

diskutiert werden, um dem scheinbar gefährlichen Spekulationstreiben an den Finanzmärkten Einhalt zu gebieten.

Vor allem auch in Deutschland hat der Zusammenbruch des Neuen Marktes einer latenten Skepsis gegenüber den anonymen Kräften und „Mächten“ an den Finanzmärkten in die Arme gespielt. Die Folgen des Zusammenbruchs des Aktienmarktes für Wachstumswerte, des Neuen Marktes, spüren nicht nur die Wachstumsunternehmen selbst, die sich nunmehr viel mühsamer finanzieren. Die Aktienkultur in Deutschland hat insgesamt Schaden genommen mit weitreichenden Konsequenzen für eine Wertpapierkategorie, die noch vor wenigen Monaten eine feste Säule der privaten Altersvorsorge werden sollte.

1.3 Theorie effizienter Märkte versus Behavioral Finance

Der vorliegende Diskussionsbeitrag soll das Verständnis dafür wecken, wie das Verhalten einzelner Akteure an den Finanzmärkten, allen voran der Wertpapieranalysten, zum Entstehen von Finanzmarktkrisen beitragen kann. Dazu wird es notwendig sein, eine auf den ersten Blick paradoxe Unterscheidung zwischen Wert und Preis zu treffen: In der Finanzmarkttheorie widerspiegelt sich diese Unterscheidung in einer Gegenüberstellung der „Theorie effizienter Märkte“ und der „Behavioral Finance“. Der erste Ansatz modelliert dabei das Verhalten der Marktteilnehmer auf der Suche nach dem inneren Wert einer Finanzanlage; die Behavioral Finance lenkte ihr Hauptaugenmerk im Gegensatz dazu auf marktpsychologische Verhaltensanomalien, welche die Preisbildung an den Finanzmärkten beeinflussen können.

Die im Punkt 4. diskutierte Gesamtsicht beider Ansätze kann einen Beitrag leisten, das Auseinanderklaffen von Wert und Preis an den Finanzmärkten zu erklären und damit eine „Logik der Finanzmarktkrisen“ herzuleiten. Damit erschließt sich auch eine wesentliche Ursache für solche Krisen, ohne deren Verständnis ein wirtschaftspolitisch vernünftiger Umgang mit ihnen, wie er in Punkt 5 andiskutiert wird, nicht möglich ist.

2. Wertermittlung

2.1 Das neoklassische Modell der effizienten Märkte

Tief verwurzelt und sorgsam eingebettet in der Welt der neoklassischen Nutzenmaximierung rationaler Individuen bietet die Theorie der effizienten Märkte eine analytisch bestechend konsistenten Ansatz zur Erklärung der Tauschprozesse an den Wertpapiermärkten. Ausgangspunkt der Überlegungen ist dabei, dass die Tauschpartner versuchen, den tatsächlichen Wert der Tauschobjekte möglichst genau zu bestimmen. So werden zum Beispiel im Falle einer Aktie die zukünftigen Zahlungsströme, die aus der Aktien dem Wertpapiereigentümer zufließen prognostiziert und mit einem risikoadjustierten Abzinsungsfaktor abgezinst. Da der tatsächliche Wert von Wertpapieren von in der Zukunft liegenden Entwicklungen abhängt, können die Marktteilnehmer zu ganz unterschiedlichen Werteinschätzungen kommen und diese unterschiedlichen Werteinschätzungen sind letztlich ein Grund dafür, dass Wertpapiere gehandelt werden: subjektiv unterbewertete werde gekauft, überbewertete werde verkauft.

Die oben beschriebene Vorstellung der Marktmechanismen an Wertpapiermärkten beruht auf einer Reihe von Annahmen bezüglich des Verhaltens und der Informationsverarbeitung aller potentiellen Anbieter und Nachfrager:

- Alle Akteure handeln unabhängig rational, also nutzenmaximierend und risikoavers.
- Alle Informationen, welche die aus dem Wertpapier folgenden Zahlungsströme betreffen, werden gleichzeitig wahrgenommen und gleichzeitig verarbeitet.
- Alle Informationen werden subjektiv „richtig“ verarbeitet. Das bedeutet, dass unterschiedliche Akteure aufgrund der gleichen Informationen zu unterschiedlichen neuen Werteinschätzungen kommen können. Allerdings beruhen diese Werteinschätzungen auf einer fehlerfreien Verarbeitung der Informationen.

2.2 Konsequenzen des Neoklassischen Modells

Wenn man streng im Rahmen des neoklassischen Modells argumentiert, ist der Gleichgewichtspreis an Wertpapiermärkten, also der Kurs eines Wertpapiers das Ergebnis eines Wettstreits der Marktakteure. Und zwar ein Wettstreit, bei dem es darum geht, den tatsächlichen Wert des Wertpapiers möglichst genau zu bestimmen. Und aus diesen unterschiedlichen Werteinschätzungen lassen sich die jeweiligen Marktangebots- und Marktnachfragekurven ableiten.

In dieser neoklassischen Welt ist allerdings auch klar, dass ein einzelner Akteur nicht systematisch in der Lage sein kann, durch Wertpapiergeschäfte eine höhere Rendite als die durchschnittliche Marktrendite zu erwirtschaften. Das heißt, kein Akteur kann systematisch, durch Wertpapieranalyse, „bessere“ Kauf- und Verkaufentscheidungen treffen als würde er seine Entscheidungen rein zufällig treffen.

Das mag im ersten Moment irritierend klingen, ist aber in der Logik des neoklassischen Modells klar nachvollziehbar angelegt: Dadurch dass alle Marktakteure in einem Wettstreit, um die beste Wertermittlung stehen, sind in den Wertpapierpreisen, die sich aus dem Wettstreit am Markt ergeben, alle verfügbaren, relevanten Informationen verarbeitet. Eine Änderung des Wertpapierkurses kann somit nur eintreten, wenn den Akteuren neue Informationen zur Verfügung gestellt werden. Diese neuen Informationen waren von den Marktteilnehmern nicht vorhersehbar, sind in den Kursen nicht enthalten und damit einem Zufallsprozess folgend aufgetreten. Somit folgt auch die Kursentwicklung der Wertpapiere einem Zufallsprozess, einem „random walk“.

Im oben skizzierten Model ist damit auf der Kapitalbeschaffungsseite ein vollständiger Wettbewerb skizziert, der auf der Kapitalverwendungsseite dazu führt, dass das Kapital in die Verwendungen fließt, die gesamtwirtschaftlich die effizienteste Verwendung der Ressourcen verspricht. Somit ist eine effiziente Allokation des Kapital gewährleistet. Weniger technisch formuliert heißt das: Der Wettbewerb der Anleger auf den Wertpapiermärkten sorgt dafür, dass den Unternehmen Kapital für

Investitionen zufließt, die damit die höchste Rendite erwirtschaften können (unter Berücksichtigung des damit verbundenen Risikos).

2.3 Zentrale Bedeutung der Informationseffizienz

Wenn man im strengen Rahmen des oben skizzierten Ansatzes weiter argumentiert, stößt man schnell an seine Grenzen. So lässt sich nicht erklären, warum es Finanzdienstleister gibt, die eine ganze Schar von Wertpapieranalysten dafür bezahlen, dass sie versuchen, auf Vergangenheitsdaten beruhend Wertentwicklungsprognosen abzugeben. Wenn der oben beschriebene Effizienzzusammenhang greift, dann stecken im aktuellen Wertpapierkurs, sozusagen in eine Zahl kondensiert, alle Informationen, die für ein Wertpapier relevant sind. Man könnte sogar noch einen Schritt weiter argumentieren: Wenn nun tatsächlich alle Anleger auf eigene Wertpapieranalyse verzichten würden, hätte der eine Anleger, der doch Zeit und Ressourcen in die Analyse steckt, die Möglichkeit unter- bzw. überbewertete Wertpapiere zu identifizieren und gewinnbringend zu handeln. In einem solchen Netzwerk gegenläufiger Anreize würden die Wertpapiermärkte kein Gleichgewicht finden können.

Tatsächlich ist das oben beschriebene neoklassische Modell effizienter Märkte in dieser Rohfassung auch nicht als Erklärungsmuster für die Preisbildung an Wertpapiermärkten zu verstehen. Es dient vielmehr als Bezugs- und Ankerpunkt, von dem aus realitätsnähere Modellvarianten geschneidert werden können. Wenn man das Grundmodell zum Beispiel dahingehend modifiziert, dass unterschiedliche Marktteilnehmer mit unterschiedlicher Geschwindigkeit Informationen verarbeiten können, dann erklärt sich die Rolle von Wertpapieranalysten darüber, dass sie den Informationsverarbeitungsprozess beschleunigen können.

Man kann auch noch einen Schritt weiter gehen. Wenn die Informationsbeschaffung mit Kosten verbunden ist (was allein schon aufgrund des Zeitaufwands der Informationsverarbeitung der Fall ist), dann ist die Annahmen der vollständigen Information bei Analysen in Richtung mehr Realitätsbezug nicht haltbar. Die Rolle von Wertpapieranalysten ist es dann, die ungleichen, asymmetrischen Informationen zwischen den Marktteilnehmern dadurch auszugleichen, dass sie in der Lage sind, zu

niedrigeren Kosten Informationen zu beschaffen und zu verarbeiten als es einzelne Wertpapieranbieter oder –nachfrage könnten.

Zweifellos hat die neoklassische Theorie der effizienten Märkte die zentrale Rolle der Informationen und Informationsbeschaffung erkannt und soweit wie ihr möglich in ihren Grundansatz eingebaut. So wird beispielsweise zwischen unterschiedlichen Formen der Markt- und Informationseffizienz unterschieden. Den meisten Varianten des Grundmodells ist allerdings gemeinsam, dass sie die Funktion der Informationssammelstellen, der Wertpapieranalysten immer im Zusammenhang mit schnellerer oder effizienterer Informationsbeschaffung oder –verarbeitung sehen. Die Sammelstellen stehen dadurch im Dienste der möglichst genauen und effizienten Wertermittlung. Systematische, langfristige Abweichungen des Kurses eines Wertpapiers von seinem inneren Wert sind in der Theorie der effizienten Märkte nicht denkbar.

3. Grundlagen Behavioral Finance

3.1 Finanzmarktanomalien

Auch die Behavioral Finance stellt die Informationsverarbeitung der Marktteilnehmer in den Mittelpunkt ihrer Finanzmarktanalyse. Allerdings liegt ihr Hauptaugenmerk auf Abweichungen von Gleichgewichtskonzept der Neoklassik. Die Behavioral Finance analysiert hauptsächlich Finanzmarktconstellationen, in denen das Gleichgewicht der Wertermittlung zumindest temporär gestört ist. Typischerweise werden diese Constellationen als Anomalien bezeichnet, also als Abweichungen von der Norm, die aus der Sicht der Behavioral Finance offensichtlich auch die Übereinstimmung zwischen Wert und Marktpreis eines Wertpapiers darstellt.

Analysiert werden dabei zum Beispiel der Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Aktienbewertung (Firm Size Effect) oder der Zeitpunkt des Wertpapierhandels (January oder Weekend Effect) und Marktpreisbildung. Die Behavioral Finance findet dabei empirisch viele Belege dafür, dass ein im neoklassischen Sinne rational agierender

Anleger bei Kenntnis dieser Effekte (die sich ja aus historischen Daten ableiten ließen) eine über das marktdurchschnittliche hinausgehende Rendite hätte erwirtschaften können. Die temporäre Existenz solcher Phänomene allein reicht allerdings noch nicht die Theorie effizienter Märkte zu widerlegen. Dazu müsste nachgewiesen werden, dass solche Phänomene „falscher“ Preisbildung nicht nur vorübergehender Natur sind. Es müsste also gezeigt werden, dass die Marktteilnehmer nicht hinzulernen und im Zeitablauf die falschen Preise von richtiger Wertermittlung nicht „weg-konkurriert“ werden.

3.2 Emotionale und gruppenpsychologische Erklärungen des Anlegerverhaltens

Um die Dauerhaftigkeit der Anomalien theoretisch zu unterlegen, greift die Behavioral Finance auf emotionale und gruppenpsychologische Erklärungen des Anlegerverhaltens zurück. Eine der Argumentationslinien untersucht dabei die asymmetrische Nutzeneinschätzung von Anlegern bei Kursgewinnen und Kursverlusten, die andere widmet sich der individuell unterschiedlichen Informationsverarbeitung.

Erstere, oft auch als Entscheidungsanomalie bezeichnet, bezieht sich dabei zum Beispiel auf ein empirisch beobachtbares Phänomen, dass Anleger sich oft „zu früh“ von Wertpapieren trennen, mit denen sie hohe Kursgewinne realisiert haben. Während sie sich auf der anderen Seite oft „zu spät“ von den Papieren trennen, die ihnen hohe Kursverluste beschert haben („Disposition Effect“). Davon theoretisch nicht immer ganz leicht zu trennen sind die Erklärungsmuster, die an der Informationsverarbeitung fest machen. Abgesehen von Heuristiken, die lediglich, auch im neoklassischen Sinne rational, dazu dienen, die Komplexität der Informationsvielfalt zu verringern werden noch eine Reihe weiterer Beispiele in der Literatur genannt.

So bezieht sich der „Overconfidence Bias“ auf den Hang zur Selbstüberschätzung, vor dem auch Anleger bei der Wertpapieranalyse nicht gefeit sind. Erfolge werden auf individuelle Leistungen zurückgeführt, während Misserfolge auf externe Faktoren geschoben werden. Unter „Framing and Splitting“ versteht man, dass die Art und Weise wie

Informationen aufbereitet und geordnet werden, zu unterschiedlichen Entscheidungen führen kann. Darüber hinaus scheint die exakte Risikowahrnehmung, eine wesentliche Voraussetzung für neoklassisch rationales Anlegerverhalten, in der Praxis nur schwer möglich. Auch in diesem Fall kann die Art und Weise, wie Risiken dargestellt werden, zu ganz unterschiedlichen Einschätzungen führen.

Unter „Anchoring“ versteht man, dass neue Informationen oft dann nicht „richtig“ verarbeitet werden, wenn es bereits (zufällige) Vorinformationen gibt. Oft wird den Vorinformationen zu hohes Gewicht beigemessen. Ähnlich gelagert ist das Problem der Repräsentativitätsheuristik. Ähnliche Sachverhalte werden schnell in einen kausalen Zusammenhang gebracht, obwohl zunächst lediglich und bestenfalls eine Korrelation vorliegt. Beide Phänomene werden oft in einen Zusammenhang mit Kontrollbedürfnissen gebracht. Anleger die erfolgreich agiert haben, neigen dazu, dies ihren eigenen Fähigkeiten zuzuschreiben. Während Anleger in der Verlustzone oft nach scheinbar plausiblen Erklärungen suchen, um die Verluste ex-post zu „rechtfertigen“.

Die Liste dieser Behavioral Finance Phänomene könnte leicht noch fortgesetzt werden. Fast allen gemeinsam ist, dass sie die Kursentwicklung an Wertpapiermärkten aus der strengen Klammer der neoklassischen Wertorientiertheit lösen und temporäre Abweichungen von Wert und Preis mit psychologischen Erklärungsmustern beleuchten. Ihnen ist allerdings auch gemeinsam, dass sie den Anlegern gleichsam den Weg zurück zum tatsächlichen Wert weisen. Wer die Phänomene durchschaut und Informationen „besser“, „psychologisch unbelastet“ verarbeitet, kann dadurch den Markt schlagen und höhere Renditen erwirtschaften als die Marktrendite. Jedenfalls zielen mittlerweile populäre Anlegerseminare, welche die Behavioral Finance Phänomene durchleuchten, genau in diese Richtung.

4. Preisbildung an Finanzmärkten

4.1 Ansatzpunkte der Behavioral Finance

Ein seit Jahrhunderten bekanntes Behavioral Finance Phänomen sind spekulative Blasen. Vom Tulpenwahn in Holland Mitte des 17. Jahrhunderts über das Eisenbahnfieber in den USA zwischen 1830 und 1840 bis zur jüngsten Spekulationsblase am Neuen Markt bietet die Behavioral Finance über den „bandwagon effect“ ein plausibles Erklärungsmuster, wie es zu solchen Kapitalmarktverzerrungen kommen kann.

Ein Kursverlaufmuster, wie das von EM.TV oder Intershop am Neuen Markt (siehe Schaubilder) kann aus der Sicht der Behavioral Finance als gruppenpsychologisches Phänomen interpretiert werden. Die individuellen Kosten der Informationsbeschaffung für die Anleger können nämlich dazu führen, dass sie es als subjektiv vorteilhaft einschätzen, einer Gruppe von scheinbar informierten Anlegern in ihrem Kauf- oder Verkaufverhalten zu folgen. Solche Verhaltensmuster beschränkter Rationalität („bounded rationality“) sind in der ökonomischen Theorie bereits seit längerem bekannt und werden in den unterschiedlichsten Zusammenhängen immer wieder zur Erklärung von Anbieter- oder Nachfragerverhalten herangezogen.

Schaubild: Kursverlauf EM.TV



Schaubild: Kursverlauf Intershop



Wenn man ganz spezifisch auf den Wertpapier- oder noch spezifischer auf den Aktienmarkt eingehen möchte, kann man diesen Ansatz noch durch die Einbeziehung von Aktienanalysten und ihrer Anreizstruktur erweitern. Dazu ein kleines Gedankenexperiment basierend auf dem Schaubild „Die Logik spekulativer Blasen“ (S. 14) und bezogen auf die Entwicklung der EM.TV Aktie.

Schaubild: Kursverlauf Deutsche Aktienindizes



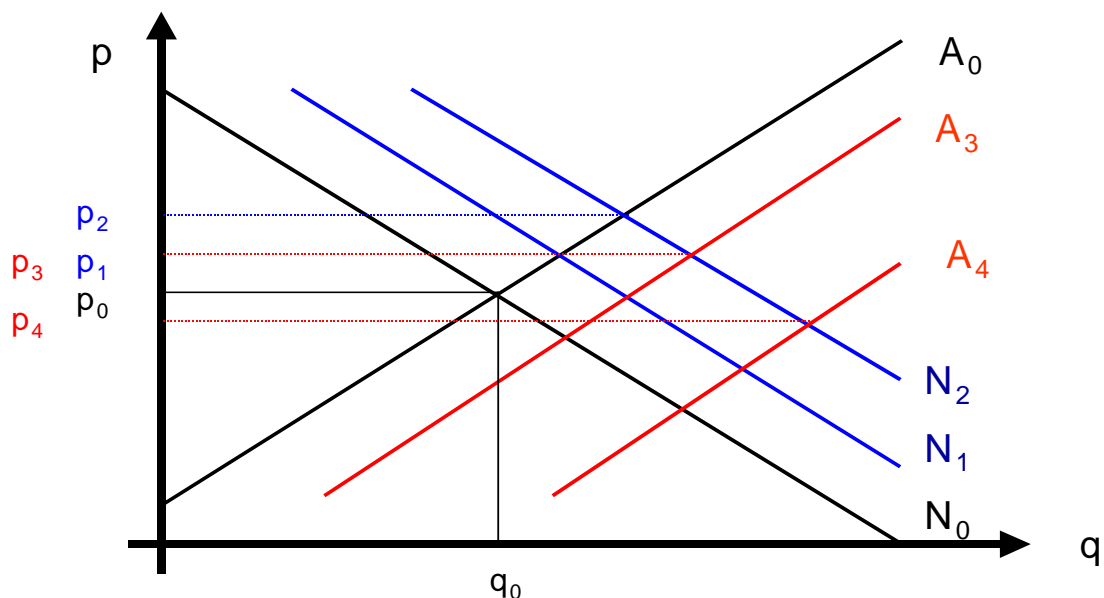
Die EM.TV Aktie war Mitte 1998 eine der ersten Aktien, die am Neuen Markt emittiert wurden. Der Informationsstand der Anleger bezüglich des Unternehmens dürfte zumindest zu diesem Zeitpunkt recht gering gewesen sein. Stellen wir uns vor, in diesem Informations- und Marktumfeld (Angebot A_0 , Nachfrage N_0 und Kurs p_0) hätte der Aktienanalyst eines großen Wertpapierhauses die EM.TV Aktie intensiv analysiert. Stellen wir uns weiter vor, er wäre zum Ergebnis gelangt, dass die Aktie bei p_0 unterbewertet sei und hätte daraufhin seinen Kunden eine Kaufempfehlung ausgesprochen. Bis hierhin entspricht der Ablauf genau dem, was ein Analyst als Transaktionskosten senkende und damit Effizienz steigernde Institution auch aus der Sicht der Neoklassik leisten soll.

Wenn jetzt der Empfehlung des Analysten viele Kunden folgen, würde das zu einer Verschiebung der Aktiennachfragekurve auf N_1 führen und damit verbunden zu einem neuen, höheren Gleichgewichtspreis von p_1 . Völlig unabhängig davon, ob die Wertschätzung des Analysten gerechtfertigt ist oder nicht, hat die von ihm angestoßene „self-fulfilling prophecy“ dazu geführt, dass, wie von ihm erwartet, der Preis der Aktie gestiegen ist. Wenn sich jetzt weitere Analysten dem Urteil anschließen, die Aktie in den Medien an Beachtung gewinnt („Aktie der Woche“), kann dies dazu führen, dass die Nachfragekurve noch weiter auf N_2 (oder darüber hinaus) verschoben wird. Die spekulative Blase wird dadurch aufgeblasen, dass die Erwartung steigender Preise durch immer weiter steigende Nachfrage neuer Nachfrager, die „auf den Zug springen wollen“, genährt wird.

Genauso wie die Blase aufgepumpt wurde, kann sie wieder durch eine „self-fulfilling prophecy“ zum Platzen gebracht werden. Angenommen unser Analyst, der die ursprüngliche Kaufempfehlung ausgegeben hat, besinnt sich, und äußert sich weniger optimistisch, was die weiteren Aussichten des Unternehmens anbelangt. Würde dieses Verkaufssignal wieder von einer Großzahl seiner Kunden aufgenommen (er hatte ja bereits mit seiner Kaufempfehlung „recht“), wäre eine Verschiebung des Angebots auf A_3 und ein Sinken des Aktienkurses auf p_3 die Folge. Denkbar ist dann sogar, dass es zu einem spekulativen Vakuum mit immer weiter sinkenden Aktienkursen kommt.

Wenn man die oben skizzierten Gedanken weiter führt, kommt es bei spekulativen Blasen folglich zu einem systematischen Auseinanderfallen von Preis und Wert einer Aktie. Sowohl aus Sicht der effizienten Märkte als auch vom Blickwinkel der Behavioral Finance aus liegt das Hauptaugenmerk darauf, dass für Anleger ein Anreiz besteht, spekulative Blasen zu entdecken und durch gegenläufige Geschäfte auszunutzen. Durch Blasen überbewertete Wertpapiere sind zu verkaufen und umgekehrt. Damit behalten spekulative Blasen einen temporären „Unfall“-Charakter und sind nicht unbedingt systemimmanente Funktionsmängel von Finanzmärkten. Die wirtschaftspolitische Konsequenz wären fallweise Eingriffe, um die realwirtschaftlichen Ineffizienzen möglichst abzufedern.

Schaubild: Die „Logik“ spekulativer Blasen



4.2 Informationstheoretische Verknüpfung der Behavioral Finance mit neoklassischer Nutzenmaximierung

Etwas anders stellt sich die Notwendigkeit und Strategie wirtschaftspolitischer Maßnahmen dar, wenn die oben beschriebene Logik spekulativer Blasen noch eine Schritt weiter führt. Dazu ist es notwendig die marktpsychologische Fundierung spekulativer Blasen mit neoklassischer Nutzenmaximierung zu verknüpfen.

Wenden wir uns an diesem Punkt wieder der Anreizstruktur für Aktienanalysten zu. Am Arbeitsmarkt für Aktienanalysten korreliert die richtige Prognose von Preisentwicklungen mit Einkommen und Prestige. Von daher ist zu erwarten, dass das Hauptaugenmerk von Aktienanalysten auf der Preisentwicklung eines Wertpapiers liegt und nicht unbedingt auf der Prognose seines tatsächlichen Wertes. Diese Unterscheidung hört sich im ersten Moment recht unbedeutend an, trägt aber viel zur Erklärung des tatsächlichen Verhaltens von Wertpapieranalysten bei. Wären Sie auf der Suche nach dem tatsächlichen Wert eines Wertpapiers, läge ihr Interesse darin, diesen Wert möglichst schneller als andere und möglichst verborgen vor anderen zu ergründen und damit höhere Renditen für die Kunden der Analysen zu erwirtschaften. Die Verknüpfung von Behavioral Finance und neoklassischer Nutzenmaximierung würde nahe legen, dass das Auseinanderklaffen von Preis und Wert durch die Arbeit der Analysten tendenziell abgebaut wird.

Geht es den Analysten hingegen um die Prognose von Preisentwicklungen, dann geht ihr Anreiz zum Beispiel auch in Richtung Verursachen von „self-fulfilling prophecies“. Öffentliche Auftritte, mit dem Versuch möglichst viele Marktteilnehmer auf die eigene Empfehlung einzuschwören, gehörten zum festen Repertoire der Analystenzunft. Es ginge sogar soweit, dass Analysten, und übrigens auch Anleger an den Wertpapiermärkten, einen Anreiz hätten, die spekulativen Übertreibungen voll mitzumachen, selbst wenn sie fundamental eine andere Einschätzung des tatsächlichen Werts einer Aktie, eines Wertpapiers hätten. Schließlich wäre ein Hinweis auf eine Differenz Wert-Preis nur dann lohnend, wenn diese Differenz zügig abgebaut wird. Die Arbeit der Analysten wäre dann vergleichbar mit dem Versuch, in einem Schönheitswettbewerb die Siegerin zu erraten. Auch dabei kommt es nicht auf das eigene ästhetische Empfinden an, sondern auf die Fähigkeit, das der Jury richtig zu erfassen; ein Vergleich, der übrigens bereits 1936 von Keynes gezogen wurde.

Nicht zuletzt die Regelmäßigkeit, mit der spekulative Blasen die Weltfinanzmärkte überziehen oder die umstrittene Rolle der Aktienanalysten bei Unternehmenszusammenbrüchen, wie Enron in den

USA, legen nahe, dass das Auseinanderklaffen von Preis und Wert an den Finanzmärkten nicht nur ein gelegentlicher Unfall ist. Spekulative Übertreibungen scheinen im marktwirtschaftlichen Finanzsystem fest verankert zu sein. Man kann, den Überlegungen oben folgend, sogar so weit gehen zu sagen, dass die Anreizmechanismen für nutzenmaximierende Marktteilnehmer diese Übertreibungen geradezu herausfordern.

5. Makroökonomische Kapitalallokation

5.1 Marktversagen

Schlägt man den Bogen wieder zurück zur makroökonomischen Kapitalallokation, dann wird deutlich, dass die oben angesprochenen Finanzmarktkrisen zunächst nicht den Selbstheilungskräften des Marktes überlassen werden können. Diese Krisen führen nämlich nicht nur zu einer Umverteilung zwischen den Marktteilnehmern, sondern haben auch Auswirkungen auf die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen.

Beim Aufbau spekulativer Blasen kann Kapital in gesamtwirtschaftlich ineffiziente Verwendungen fließen. Beim Abgleiten in ein spekulatives Vakuum steht für effiziente Verwendungen zu wenig Kapital zur Verfügung. Und insgesamt steigt die am Markt von investierenden Unternehmen geforderte Risikoprämie, wenn die spekulativen Übertreibungen zu einer vergleichsweise höheren Preisvolatilität an den Wertpapiermärkten führen. Die höhere Risikoprämie führt dazu, dass von den Kapitalgebern im Durchschnitt eine höhere Rendite verlangt wird. Und auch dadurch müssen Investitionsprojekte unterbleiben, die ohne Marktversagen hätten realisiert werden können.

5.2 Ansatzpunkte der Regulierung

Bevor jetzt allerdings nach umfassenden staatlichen oder gar überstaatlichen Eingriffen in die Finanzmärkte gerufen werden darf, müssen zunächst noch zwei Punkte überprüft werden:

- Welche Instrumente stehen überhaupt zur Verfügung, in das Marktgefüge so einzugreifen, dass die ungewünschten

Übertreibungen abgebaut werden können, ohne die grundsätzliche Funktion der Finanzmärkte als Koordinationsmechanismus zwischen Kapitalanbietern und –nachfragern zu gefährden.

- Welche Institution ist überhaupt in der Lage, diese Eingriffe so vorzunehmen, dass nicht durch die Eingriffe selbst noch größere Ineffizienzen verursacht werden, als durch das Marktversagen.

6. Schlussbemerkungen

Ausgehend von zwei in der aktuellen Diskussion oft als konkurrierend dargestellten theoretischen Konzepten zur Erklärung von Finanzmarktphänomenen konnte eine Unterscheidung zwischen Wert und Preis eines Wertpapiers getroffen werden. Sowohl die neoklassische Theorie effizienter Märkte als auch die Behavioral Finance neigen dazu, das Auseinanderklaffen von Wert und Preis an den Finanzmärkten als im Einzelfall vorübergehender „Unfall“ zu analysieren.

Wenn man allerdings die von beiden Theorien angebotenen Erklärungsmuster in der Gesamtschau betrachtet und darüber hinaus auf die Rolle der Wertpapieranalysten als Informationssammelstellen überträgt, erhalten spekulative Übertreibungen einen systemimmanenten Charakter. Sie sind dann weniger Unfall als fast schon bestimmendes Element an den Wertpapiermärkten. Wenn man sich dieser dritten, umfassenden Sichtweise der Finanzmärkte anschließt, erscheinen die Übertreibungen umso mehr als Marktversagen, das staatliche oder überstaatliche Eingriffe rechtfertigen kann. Allerdings bekommt dadurch auch die Diskussion der möglichen Eingriffsinstrumente und die Diskussion der übergeordneten Sinnhaftigkeit solcher Eingriffen einen erweiterten Bezugsrahmen.

7. Literatur

- Brunnermeier, M.K. (2001):** Asset Pricing under Asymmetric Information; Oxford, New York
- Conrad, C.A./Stahl, M. (Hrsg.) (2000):** Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten; Stuttgart
- Fama, E./French, K. (1996):** The CAPM is Wanted: Dead or Alive; in: Journal of Finance, S. 1947-1958
- Daxhammer, R.J./Schmied-Wörle, T. (2000):** Japan seit 1990: Das schmerzhaft lange Platzen einer Blase; in: Conrad, C.A./Stahl, M. (Hrsg.) (2000): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten; Stuttgart; S. 45-58
- Fromlet, H. (2001):** Behavioral Finance – Theory and Practical Applications; in: Business Economics, S. 63-78
- International Monetary Fund (2002):** Global Financial Stability Report – March 2002; Washington, DC
- Keynes, J.M. (1936):** The General Theory of Employment, Interest and Money; London
- Kupfer, S. (2000):** Behavioral Finance; Diplomarbeit ESB Reutlingen
- Kindleberger, Ch. (1986):** Maniacs, Panics, and Crashes; New York
- Liaw, K. T. (1999):** The Business of Investment Banking; New York et al.
- Malkiel, B.G. (1996):** A Random Walk down Wall Street; New York/London
- Markowitz; H.M. (1952):** Portfolio Selection; in: Journal of Finance, S. 77-91
- Sharpe, W. (1970):** Portfolio Theory and Capital Markets; New York
- Shiller, R. J. (2000):** Irrational Exuberance; Princeton
- Simon, H. (1955):** A Behavioral Model of Rational Choice; in: Quarterly Journal of Economics, S. 99-118
- von Hagen, J./von Stein, J.H. (2000):** Obst/Hintner – Geld-, Bank- und Börsenwesen; Stuttgart

Bemerkungen/Hinweise bitte an:

**Prof. Dr. Rolf J. Daxhammer
EUROPEAN SCHOOL OF BUSINESS
Alteburgstr. 150
72762 Reutlingen (Germany)
Tel. 0049 (0)7121 271 432/435
Fax. 0049 (0)7121 240 971
rolf.daxhammer@fh-reutlingen.de**

© 2004 by R. J. Daxhammer