

»Anomalien« im Anlegerverhalten

Andreas Oehler

Seit einigen Jahren diskutieren Wirtschaftswissenschaftler verstärkt die Existenz sogenannter »Anomalien« im Verhalten von Entscheidern. Der Verfasser des folgenden Beitrags zeigt auf, was mit solchen »Anomalien« gemeint ist und welche Schlußfolgerungen sich für Finanzmärkte in theoretischer und praktischer Sicht ergeben. Dr. Andreas Oehler ist Mitarbeiter im Lehrgebiet Bank- und Finanzwirtschaft der FernUniversität Hagen.¹

Ein großer Teil der wirtschaftswissenschaftlichen Veröffentlichungen nach dem zweiten Weltkrieg zum Themenbereich der Finanzmärkte basiert auf Modellen, die die von Neumann und Morgenstern² entwickelte Axiomatik der Erwartungsnutzentheorie zugrundelegen (z. B. die Portfeuilletheorie nach Markowitz³).

Ein kleinerer Teil von Ökonomen und einige Forscher sozialwissenschaftlicher Nachbardisziplinen sind bestrebt, sich intensiv mit menschlichem (Entscheidungs-)Verhalten auseinanderzusetzen, das von dem postulierten Verhalten der Erwartungsnutzentheorie abweicht (normativer Aspekt) oder sich nicht mit den Aussagen der Erwartungsnutzentheorie und auf ihr aufbauender Modelle beschreiben läßt (deskriptiver Aspekt), sogenannte »Anomalien« oder »Irrationalitäten« menschlichen Verhaltens.⁴

Im folgenden werden zunächst einige solcher »Anomalien« erläutert und, daran anschließend, die Relevanz solcher, im Sinne der Erwartungsnutzentheorie irrationaler, Verhaltensweisen von Entscheidern für Finanzmärkte erörtert.⁵

»Irrationale« Entscheider

- In Anwendung von Ergebnissen der psychologischen Wahrnehmungsforschung läßt sich zeigen, daß Entscheider bzw. Anleger an Finanzmärkten dazu tendieren, Informationen dann besonders schnell und intensiv aufzunehmen, wenn deren Inhalt zu den eigenen Vorstellungen paßt. Dagegen werden eher widersprechende Informationen vernachlässigt oder verdrängt (selektive Wahrnehmung).⁶

- Zahlreiche empirische und experimentelle Untersuchungen zeigen, daß Entscheider nach einem gehäuf- ten Auftreten gleichwahrscheinlicher

und voneinander unabhängiger ähnlicher bzw. gleicher Ereignisse für die Zukunft mit höherer Wahrscheinlichkeit das Auftreten eines anderen Ereignisses erwarten (in Spielsituationen: nach 12mal rot im Roulette wird häufiger auf schwarz gesetzt).⁷

Dieses Phänomen wird als »gambler's fallacy« bezeichnet und findet sich auch im Anlagebereich: Schachter/Quelette/Whittle/Gerin 1987 und Maital/Filer/Simon 1986⁸ kommen in ihren Analysen des Anlegerverhaltens mit voneinander unabhängigen Börsendaten (Kursen, Renditen) zu dem Ergebnis, daß die Anleger subjektiv einen Trend zu erkennen glauben und demgemäß Kauf- und Verkaufsentscheidungen entgegengesetzt treffen (regressives Verhalten bei zufällig verteilten Kursen).

- Ein verwandtes Phänomen ist das »law of average«. Damit wird ein Anle-

¹ Er arbeitet dort im von der DFG geförderten Forschungsprojekt »Empirische Untersuchung des Verhaltens von Anlegern im Kapitalmarktzusammenhang«.

² Neumann, J. von/Morgenstern, O. (1947): *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton 1947.

³ Markowitz, H. M. (1959): *Portfolio Selection*, New York u. a. 1959.

⁴ Zu einer überblicksartigen Erörterung dieser Thematik vgl. Oehler, A. (1991a): *Anlageverhalten als Entscheidungsprozeß – die Anwendung des Informationsverarbeitungsansatzes und des Problemhandlungsansatzes zur Erklärung von Anlegerverhalten*, Diskussionspapier Nr. 164, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen, Hagen 1991 und Oehler, A. (1991b): »Anomalien«, »Irrationalitäten« oder »Biases« der Erwartungsnutzentheorie und ihre Relevanz in Finanz- und Kapitalmärkten, Diskussionspapier Nr. 165, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen, Hagen 1991.

⁵ Vgl. für eine ausführliche Darstellung dieser Thematik mit zahlreichen Quellenverweisen Oehler 1991a und Oehler 1991b.

⁶ Vgl. z. B. Anderson, M. H./Jacobson, A. (1965): *Effect of Stimulation Inconsistency*, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1965, S. 531–539; Lindsay, P. H./Norman, D. A. (1981): *Einführung in die Psychologie*, Berlin u. a. 1981; Maas, P./Weibler, J. (1988): *Psychologie und Börse*, in: *Köln-Mannheimer Beiträge zur Wirtschafts- und Organisationspsychologie*, 1/1988, S. 82–105.

⁷ Vgl. z. B. die Erörterungen bei Hofstätter, P. R. (1990): *Die Tradition der kognitiven Sozialpsychologie*, in: *Psychologische Rundschau* 1990, S. 46–49 und Maital, S./Filer, R./Simon, J. (1986): *What do People bring to the Stock Market (besides money)?*, in: Gilad, B./Kaish, S. (eds.), *Handbook of Behavioral Economics*, Vol. B, London u. a. 1986, S. 273–308.

⁸ Schachter, S./Quelette, R./Whittle, B./Gerin, W. (1987): *Effects of Trend and of Profit or Loss on the Tendency to Sell Stock*, in: *Basic and Applied Social Psychology* 1987, S. 259–271.

gerhalten beschrieben, das davon ausgeht, daß es z. B. nach steigenden Kursen auch wieder zu entsprechenden fallenden Kursen kommen wird («what comes up must come down»).

Die empirisch-experimentellen Analysen der amerikanischen Psychologen Andreassen⁹ und Schachter/Quelette/Whittle/Gerin (1987) kommen unter anderem zu dem Ergebnis, daß Anleger umso eher zu einem solchen regressiven Denken (und Handeln) neigen, je länger und spektakulärer ein Kursanstieg oder -verfall ist. Auch die experimentellen Ergebnisse von Untersuchungen des Autors weisen deutlich in die Richtung dieses Phänomens.

• Als weitere »Anomalie« läßt sich der »disposition effect« anführen, der mit einer unterschiedlichen Bewertung gleich hoher Gewinne und Verluste erklärt werden kann. Folgt man der von Kahneman und Tversky, auch auf der Basis realer Beobachtungen, entwickelten »prospect theory«,¹⁰ so bewerten Entscheider Alternativen an einem Referenzpunkt. In bezug auf den Themenbereich der Finanzmärkte und unter Berücksichtigung der beschränkten Informationsverarbeitungskapazität von Anlegern¹¹ ist hier der aktuelle Preis einer Alternative als Referenzpunkt anzunehmen.

Liegt nun der aktuelle Preis über dem der Vorperiode, so verkaufen Anleger eher, als wenn der aktuelle Kurs gegenüber der Vorperiode gefallen ist.¹² Shefrin/Statman¹³ bezeichnen dieses Phänomen als »disposition to sell winners too early and ride losers too long«. Die Börsenrealität in jüngere Zeit nach den verschiedenen Kursrückgängen zeigt, daß vor allem private Anleger (besonders Kleinanleger) diesem Phänomen unterliegen und institutionelle Anleger dieses Verhalten zum Kauf von Aktien nutzen.

Die beispielhaft erwähnten »Anomalien« beziehen sich zunächst auf das

Verhalten einzelner Entscheider oder Anleger. Gemäß den Überlegungen der Aussagensysteme, die auf der Erwartungsnutzentheorie oder leichten Abwandlungen dieser basieren, spielen »Irrationalitäten« einzelner Marktteilnehmer jedoch in den untersuchten Finanzmärkten keine Rolle, weil sich der normative Anspruch auf das im Ergebnis rationale Verhalten des (gesamten) Marktes bezieht: Es wird postuliert, der Markt »diszipliniere« seine Agenten (Teilnehmer).¹⁴ Diese Grundhaltung soll kurz diskutiert werden.¹⁵

Marktverhalten

• Die traditionelle Finanzierungstheorie argumentiert, daß individuelle »Anomalien« von Marktteilnehmern unter diesen zufällig verteilt sind und sich daher auf aggregierter Ebene aufheben.¹⁶ Die weiter oben beispielhaft aufgezeigten »Anomalien« treten jedoch systematisch auf, verschwinden also nicht in Märkten, sondern verstärken sich sogar zum Teil.¹⁷

• Einige Vertreter der traditionellen Finanzierungstheorie gehen davon aus, daß die finanziellen Anreize für Agenten in Märkten ausreichen, »Anomalien« zu verhindern. Hier zeigen mehrere Untersuchungen, daß finanzielle Anreize solche »Irrationalitäten« noch verstärken können.¹⁸

• Das häufig gebrauchte Argument, die im Sinne der Theorie rational Handelnden würden einen Lernprozeß bei den anderen Marktteilnehmern auslösen, trifft deswegen nur zum Teil zu, weil erstere für letztere nur schwer identifizierbar sind, weswegen allenfalls eine Abschwächung von »Anomalien« zu erwarten ist. Zudem wirken auch institutionelle Barrieren und die bekannten Probleme der adversen Selektion oder des »moral hazard« Lernprozessen dieser Art entgegen.

• Nicht rational im Sinne der Erwartungsnutzentheorie handelnde Anleger werden von den rational Handelnden

⁹ Andreassen, P. B. (1987): On the Social Psychology of the Stock Market, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1987, S. 490 – 496; Andreassen, P. B. (1988): Explaining the Price-Volume Relationship: The Difference between Price Changes and Changing Prices, in: *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 1988, S. 371 – 389.

¹⁰ Kahneman, D./Tversky, A. (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, in: *Econometrica* 1979, S. 263 – 291.

¹¹ Vgl. den Überblick bei Oehler 1991 a.

¹² Vgl. auch die Erörterung bei Weber, M./Camerer, G. (1991b), The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis, Working Paper, Kiel/Chicago 1991.

¹³ Shefrin, H. M./Statman, M. (1985): The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence, in: *Journal of Finance* 1985, S. 777 – 792.

¹⁴ Vgl. Friedman, M. (1953): *Essays in Positive Economics*, Chicago 1953; Knez, P./Smith, V. L./Williams, A. W. (1985): Individual Rationality, Market Rationality, and Value Estimation, in: *American Economic Review* 1985, S. 397 – 401; Yaari, M. E. (1985): On the Role of »Dutch Books« in the Theory of Choice under Risk, Northwestern University, Evanston 1985.

¹⁵ Vgl. den Überblick bei Camerer, C. F. (1987 a): Do Biases in Probability Judgment Matter in Markets? *Experimental Evidence*, in: *American Economic Review* 1987, S. 981 – 997 und Camerer, C. F. (1987 b): The Representativeness Heuristic in Experimental Asset Markets, in: Green, L./Kagel, J. (eds.): *Advances in Behavioral Economics*, Greenwich 1987 sowie Arrow, K. J. (1986): Rationality of Self and Others in an Economic System, in: Hogarth, R. M./Reder, M. W. (eds.): *Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology*, Chicago – London 1986, S. 201 – 215; Russell, T./Thaler, R. H. (1985): The Relevance of Quasi-Rationality in *Competitive Markets*, in: *American Economic Review* 1985, S. 1071 – 1082; Thaler, R. H. (1986): The Psychology and Economics Conference Handbook: Comments on Simon, on Einhorn and Hogarth, and on Tversky and Kahneman, in: Hogarth, R. M./Reder, M. W. (eds.): *Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology*, Chicago – London 1986, S. 95 – 100; Tversky, A./Kahneman, D. (1986): *Rational Choice and the Framing of Decisions*, in: Hogarth, R. M./Reder, M. W. (eds.): *Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology*, Chicago – London 1986, S. 67 – 94.

¹⁶ Vgl. Becker, G. S. (1962): Irrational Behavior and Economic Theory, in: *Journal of Political Economy* 1962, S. 1 – 13; Becker, G. S. (1976): The Economic Approach to Human Behavior, Chicago 1976; Becker, G. S. (1982): Der ökonomische Ansatz zur Erklärung menschlichen Verhaltens, Tübingen 1982.

¹⁷ Vgl. Akerlof, G. A./Yellen, J. L. (1985 a): Can Small Deviations from Rationality Make Significant Differences to Economic Equilibria?, in: *American Economic Review* 1985, S. 708 – 720; Akerlof, G. A./Yellen, J. L. (1985 b), A Near-Rational Model of the Business Cycle, with Wage and Inertia, in: *Quarterly Journal of Economics* 1985, S. 823 – 838; Akerlof, G. A./Yellen, J. L. (1987): Rational Models or Irrational Behavior, in: *American Economic Review* 1987, Supplement (AEA Papers and Proceedings), S. 137 ff.; Camerer 1987 b; Thaler 1986.

¹⁸ Vgl. Grether, D. M. (1980): Bayes Rule as a Descriptive Model, in: *Quarterly Journal of Economics* 1980, S. 537 – 557; Grether, D. M./Plott, C. R. (1979): Economic Theory of Choice and the Preference Reversal Phenomenon, in: *American Economic Review* 1979, S. 623 – 638; Thaler, R. H. (1987): The Psychology of Choice and the Assumptions of Economics, in: Roth, A. E. (ed.): *Laboratory Experimentation in Economics*, New York 1987, S. 99 – 130.

den vom Markt gedrängt und beeinflussen daher das Marktergebnis immer weniger. Es wird argumentiert, daß die bereits erwähnten Gewinnanreize im Markt ausreichten, aus ehemals ausschließlich mit »Anomalien« behafteten Marktteilnehmern eine Gruppe von rational Handelnden entstehen zu lassen, die ein rationales Marktverhalten bewirken.

Gegen eine solche Einschätzung spricht, daß gerade auf Finanzmärkten als relativ offenen Märkten ständig neue Marktteilnehmer hinzukommen, die teilweise mangels Erfahrung noch stärkeren »Irrationalitäten« unterliegen als die aus dem Markt ausscheidenden Agenten.

Empirische Relevanz

Die Diskussion zeigt, daß »Irrationalitäten« auch in Finanzmärkten auftreten können. Die nachfolgenden Ausführungen erörtern einige Untersuchungsergebnisse, die die empirische Relevanz von »Anomalien« in Märkten verdeutlichen und einige prinzipielle Aspekte einer verhaltenswissenschaftlich orientierten Sichtweise des Anlegerverhaltens aufzeigen. Die Erörterungen rekurren teilweise auf die Marktsituationen der Börsencrashes 1987 und 1989, weil sie sich für eine Erläuterung prinzipieller Zusammenhänge insofern eignen, als sie diese in einer extremen Form widerspiegeln.¹⁹

Eine interessante, für Börsen prinzipiell nicht untypische, Marktsituation ergab sich in der Zeit vor den Börsencrashes 1987 und 1989. So war bis Mitte 1987 bzw. bis wenige Monate vor dem Crash 1989 eine sehr optimistische Stimmungslage bei den Anlegern, unter anderem aufgrund großer Unternehmensgewinne und einer geringen Verteuerung von Konsum- und Investitionsgütern, vorzufinden. Diese zuversichtliche Stimmung dauerte

jeweils bereits einige Zeit vor den Kurseinbrüchen an. Dadurch bedingt, bewegten sich die Erwartungen der meisten Anleger auf einem relativ hohen Niveau.²⁰

Eine solche Konstellation weist jedoch eine Labilität insofern auf, als Anleger nach einer gewissen Zeit sehr guter wirtschaftlicher Entwicklung zunehmende Skepsis über den weiteren Fortgang entwickeln, das heißt, Individuen greifen hier auf die Erfahrung zurück, daß »gute« und »schlechte« Zeiten wechseln.²¹ Eine solche innere Reaktion von Anlegern führt zu einer gesteigerten Sensibilität für Signale aus der Umwelt, vor allem aus dem Aktienmarkt und für wirtschaftliche Einflußgrößen, die eine Umkehr der positiven Entwicklung andeuten könnten. Dadurch wird die Wahrnehmung der einzelnen Anleger sehr selektiv ausgerichtet. Dies bedeutet dann z. B., daß Informationen in den Medien besonders auf negative Indikatoren für Wirtschaft und Börse untersucht werden.

Kommt es dann tatsächlich dazu (wie vor den Crashes 1987 und 1989), daß mehr oder weniger fundierte und zeitlich begrenzt vorhergesagte ökonomische Daten schlechter beurteilt werden als noch einige Zeit zuvor (z. B. in Form einer Teilrevision von Wirtschaftsprognosen von Instituten oder der amerikanischen Notenbank²²), dann wird ein Informationswahrnehmungs- und -verarbeitungsprozeß der Art in Gang gesetzt, daß verstärkt weitere Informationen gesucht werden, die eine ähnliche negative Situationseinschätzung rechtfertigen. Dagegen werden eher entkräftende Informationen weniger stark beachtet.

Dieses sogenannte »Ähnlichkeitsprinzip« der Wahrnehmung gilt auch im Sonderfall ambivalenter oder nicht-hierarchischer Informationen, die, in Abhängigkeit vom Kontext, verschieden interpretiert werden können. Ein Beispiel ist die veröffentlich-

te Arbeitslosenquote, die bei Anlegern in Aufschwungphasen eher eine untergeordnete Rolle als Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung spielt, während sie im Kontext anderer negativer Informationen eine zusätzliche Besorgnis über die weitere wirtschaftliche Entwicklung auslösen kann.

Gleichzeitig führen die wahrgenommenen und negativ beurteilten Informationen dazu, daß in Anlehnung an das sogenannte »Figur-Grund-Prinzip« der Gestaltpsychologie die ursprünglich klaren Konturen eines Bildes von der wirtschaftlichen Entwicklung (optimistische Stimmung) zunehmend verschwinden und sich nicht mehr vom Hintergrund abheben.

Eine solche Entwicklung führt zu einer Destabilisierung der bis dahin vorhandenen Interpretationssicherheit bezüglich der guten Einschätzung der Wirtschaftslage und der Börse als relevanter Umwelt und damit zu einem wahrgenommenen Kontrollverlust in der Marktsituation im Sinne der Theorie der Handhabungskontrolle: Das heißt, das von Anlegern im Umgang mit den unsicheren Entscheidungssituationen entwickelte Gefühl, sie hätten die unsichere Si-

¹⁹ Vgl. hierzu die ausführlichen Darlegungen in Oehler 1991a sowie den Überblick bei Maas/Weibler 1988; zu einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung vgl. auch Bitz, M./Oehler, A. (1991): Überlegungen zu einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung – ein Erklärungsansatz zum Anlegerverhalten, Diskussionspapier Nr. 172, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der FernUniversität Hagen, Hagen 1991.

²⁰ Zur Rolle von Erwartungen vgl. z. B. Frey, D./Stahlberg, D. (1990): Erwartungsbildung und Erwartungsveränderungen bei Börsenakteuren, in: Maas, P./Weibler, J. (Hrsg.): Börse und Psychologie, Köln 1990, S. 102 – 139.

²¹ Vgl. die erörterten Anomalien.

²² Vgl. hierzu z. B. Baunberger, G. (1989): Grauer Alltag am Aktienmarkt, in: Blick durch die Wirtschaft, 6. 11. 1989, S. 1; Camerer 1987a; o. V. (1989): Die Meinung über Aktien bestimmt die Kurse, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 7. 9. 1989, S. 22.

²³ Vgl. auch Bungard, W./Schultz-Gambard, J. (1990): Überlegungen zum Verhalten von Börsenakteuren, in: Maas, P./Weibler, J. (Hrsg.): Börse und Psychologie, Köln 1990, S. 140 – 161; Oesterreich, R. (1981): Handlungsregulation und Kontrolle, München u. a. 1981.

tuation »im Griff«, wird reduziert.²³ Ein so empfundener Kontrollverlust ist mit Volmerg et al.²⁴ als eine Beeinträchtigung der physischen und psychischen Integrität zu verstehen, und dies führt unter anderem zu belastenden Emotionen und zu Streßempfinden.²⁵

Streß entsteht für einen Anleger dann, wenn durch die Stressoren wesentliche Motive, Ziele oder Werte tangiert werden und wenn vom Anleger eine Anpassungsnotwendigkeit oder -schwierigkeit empfunden wird.²⁶

Gerade die für Finanzmärkte, insbesondere die Börse, geltenden Kennzeichen der hohen Informationsdichte und der großen Schnelligkeit, mit der Veränderungen eintreten, sind Bedingungen, die Anleger subjektivem Streßerleben aussetzen, das durch die ständigen Vergleichsprozesse (Verpassen von wichtigen Chancen durch zu langsame Reaktion im Vergleich zu anderen Marktteilnehmern)²⁷ und die potentielle Gefahr des persönlichen bzw. geschäftlichen Ruins im Sinne eines finanziellen, sozialen und psychischen Risikos besonders ausgeprägt sein dürfte.

Zudem führt die erwähnte Interpretationsunsicherheit von widersprüchlichen oder nicht eindeutigen Informationen, zumindest soweit nicht auf Erfahrungen zurückgegriffen werden kann, zu einem persönlichen Streßerleben der Anleger.²⁸ Dieses wird durch die notwendigen Reaktionen bzw. die Suche nach Problemlösungen unter hohem Zeitdruck noch verstärkt.²⁹ Ferner führt die gerade für Anlageentscheidungen notwendige Antizipation des Börsengeschehens, auch ohne aktuelle Besonderheiten der Märkte, zu einem erhöhten Streß-Level der Anleger.

Diese Überlegungen erklären unter anderem die im Sinne der normativen Finanzierungstheorie irrationalen Kursschwankungen an realen Finanz-

märkten (bubbles, crashes). Die weiter oben beschriebene, aus der Sicht der Anleger als diffus zu bezeichnende, Marktsituation, die zu dem erörterten erschweren oder unmöglichen subjektiven Kontrollempfinden führt, läßt das bei Anlegern ohnehin höhere Streß-Level noch ansteigen.

In einer solchen Situation ist das »Marktgleichgewicht« besonders labil, wenn, wie 1987 und 1989, eine längere Phase einer kontinuierlich positiven Marktentwicklung vorangegangen ist und die (Lebens-)Erfahrungen vieler Anleger (Wissen um Zyklen etc.) die empfundene Wahrscheinlichkeit einer Trendumkehr ansteigen läßt.

Diese sehr labile Situation ändert sich, wenn ein neues Signal der Umwelt (Revision falscher Prognosen von Wirtschaftsinstituten etc., vgl. oben) von vielen Anlegern ähnlich wahrgenommen wird und damit ein Trend (Figur hebt sich vom Hintergrund ab) erkennbar erscheint.³⁰ Für die einzelnen Anleger ist dieser Prozeß durchaus mit dem Effekt der »self-fulfilling prophecy« verbunden.³¹

Gleichzeitig nehmen die Anleger eine Zunahme ihrer Handlungskontrolle

wahr, und es kommt zu Aktionen (Kauf, Verkauf). Die Verhaltensweisen der ersten Reagierenden, die für alle anderen Marktteilnehmer, marktorganisationsbedingt, nur in Symbolen sichtbar sind (Kurstafel, Index), werden von den meisten Anlegern als



Zeichnung:
Klaus Böhm

²⁴ Volmerg, B. et al. (1977): Entwurf zu einer Theorie des Alltags, Frankfurt 1977.

²⁵ Vgl. Dörner, D. (1981): Über die Schwierigkeiten menschlichen Umgangs mit Komplexität, in: Psychologische Rundschau 1981, S. 163 – 179.

²⁶ Vgl. auch Lazarus, R. S. (1968): Psychological Stress and Coping Processes, New York u. a. 1966; Nitsch, J. R. (1981): Streßtheoretische Modellvorstellungen, in: Nitsch, J. R. (Hrsg.): Stress. Theorien, Untersuchungen, Maßnahmen, Bern u. a. 1981, S. 52 – 141.

²⁷ Vgl. z. B. Nitram, N. (1989): Das Spiel der Spekulation, in: Zeitsmagazin, 3. 11. 1989, S. 118 – 122.

²⁸ Vgl. allgemein hierzu Lazarus, R. S./Launier, R. (1981): Streßbezogene Transaktionen zwischen Person und Umwelt, in: Nitsch, J. R. (Hrsg.): Stress. Theorien, Untersuchungen, Maßnahmen, Bern u. a. 1981, S. 213 – 259; Nitsch 1981.

²⁹ Vgl. allgemein hierzu Ben Zur, H./Brenzitz, S. J. (1981): The Effect of Time Pressure on Risky Choice Behavior, in: Acta Psychologica 1981, S. 89 – 104; Bronner, R. (1983): Determinanten der Komplexität von Entscheidungsprozessen, Universität Paderborn 1983; Lazarus, R. S. (1985): Toward an Understanding of Efficiency and Inefficiency in Human Affairs, in: Frese, M./Sabini, J. (eds.): Goal Directed Behavior, Hillsdale 1985, S. 189 – 198; Schönplflug, W. (1985): Goal Directed Behavior as Source of Stress, in: Frese, M./Sabini, J. (eds.): Goal Directed Behavior, Hillsdale 1985, S. 172 – 188.

³⁰ Vgl. im Kontext der Ankündigung von Dividenden und Unternehmensgewinnen auch Kane, A./Lee, Y. K./Marcus, A. (1984): Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?, in: Journal of Finance 1984, S. 1091 – 1099.

³¹ Vgl. hierzu auch neueste Forschungsergebnisse, die einen starken Einfluß eigener Erwartungshaltungen konstatieren; o. V. (1990): Die Menschen beeinflussen häufig unbewußt sich selbst, in: Handelsblatt, 4. 1. 1990, S. 12; Frey/Stahlberg 1990, S. 106 – 107.

Trendindikator wahrgenommen.³² Solche Prozesse können sich durch computergestützte Handels- und Abwicklungstechniken, schon aufgrund der hohen Verarbeitungskapazität, verstärken.³³

Die Tatsache, daß nicht alle Anleger gleichförmig und gleichgerichtet handeln, ist in kognitiven (andere Situationsbewertung), biologisch-kognitiven (unterschiedliche Strebanfähigkeit) und besonders in motivationalen und emotionalen Momenten zu suchen. So spielt der unterschiedlich wirkende Einfluß von Angst oder des Ausmaßes von Ängstlichkeit auf das Verhalten eine wichtige Rolle.

Kogan/Wallach (1964, S. 18) bemerken dazu: »It seemed reasonable to suppose anxiety and rigidity would inhibit boldness in decision making out of fear for negative consequences. Such consequences, it was felt, would exacerbate symptoms in the manifestly anxious, and would signify loss of control in the rigid individual.«

In einer Weiterführung der Ergebnisse der beiden Autoren und von Krohne³⁴ läßt sich für das Anlegerverhalten vermuten, daß das Ausmaß der Ängstlichkeit unter anderem den Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt determiniert. Ein hohes Maß an Ängstlichkeit führt dann zu in der Tendenz zögerlichen Reaktionen.³⁵

Ein weiterer Aspekt in diesem Zusammenhang ist das Ausmaß an Lage- bzw. Handlungsorientierung bei Anlegern. Unter Lageorientierung wird dabei ein Zustand verstanden, »... in dem die Aufmerksamkeit auf eine vergangene Lage (z. B. einen Mißerfolg) oder z. B. auf einen zukünftigen Zustand gerichtet ist, ohne daß irgendwelche Handlungspläne aktiviert sind, die eine Änderung der beachteten Lage herbeiführen könnten...«³⁶ In solchen Situationen ist eine starke handlungshemmende Tendenz zu verzeichnen.

Dagegen führen handlungsorientierte Personen eine schnelle Veränderung des wahrgenommenen Zustandes durch; bei ihnen ist die Wahrscheinlichkeit von »... Verhaltensoszillationen zum entschlußlosen Patt zwischen zwei annähernd gleich starken Verhaltenstendenzen...«³⁷ geringer und damit die Fähigkeit zu »Willensakten«³⁸ bzw. Aktionen eher gegeben.

Hierzu läßt sich für den Marktzusammenhang vermuten, daß diejenigen Anleger, die als erste Reaktionen zeigen und deren Handeln zum Trendindikator für andere Anleger wird, eher handlungsorientiert veranlagt sind.

Schließlich spielt für Entscheidungen im Marktzusammenhang auch das Ausmaß an Ambiguitätstoleranz eine wichtige Rolle. Je stärker diese Ei-

genschaft bei Anlegern ist, um so mehr sind sie in der Lage, Situationen, in denen Mehrdeutigkeiten interner oder externer Informationen vorliegen, ohne Störungen ihrer inneren Harmonie zu ertragen.³⁹

Die vorangegangenen Ausführungen erklären, warum sich Anleger zunächst nicht gleichgerichtet verhalten. Die weiteren Überlegungen verdeutlichen, warum nach einer gewissen Zeit eine Mehrheit der Anleger in ähnliche Streßsituationen gelangt.

Einige Untersuchungen in der Literatur⁴⁰ zeigen, daß ein prinzipiell hohes Erregungsniveau die kognitive Stabilisierung eines Individuums behindert und ab einer bestimmten, intraindividuell variablen, Höhe problembezogenes Verhalten sogar unmöglich macht.

³² Vgl. in diesem Kontext auch die Wirkung von Insiderinformationen, die nicht immer zu großen Nachteilen der Nicht-Insider führen müssen; vgl. die Arbeiten von Plott, C. R./Sunder, S. (1982): Efficiency of Experimental Security Markets with Insider Information: An Application of Rational-Expectations Models, in: Journal of Political Economy 1982, S. 663 – 698; Plott, C. R./Sunder, S. (1988): Rational Expectations and the Aggregation of Diverse Information in Laboratory Security Markets, in: Econometrica 1988, S. 1085 – 1118; Banks, J. S. (1985): Price-Conveyed Information versus Observed Insider Behavior: A Note on Rational Expectations Convergence, in: Journal of Political Economy 1985, S. 807 – 815; Forsythe, R./Plott, T. R./Plott, C. R. (1982): Asset Valuation in an Experimental Market, in: Econometrica 1982, S. 537 – 567; Forsythe, R./Plott, T. R./Plott, C. R. (1982): Asset Valuation in an Experimental Market, in: Econometrica 1982, S. 537 – 567; Forsythe, R./Plott, T. R./Plott, C. P. (1984): Futures Markets and Informational Efficiency: A Laboratory Examination, in: Journal of Finance 1984, S. 955 – 981.

³³ Vgl. Blohm, B. (1988): Crashtest bestanden, in: Die Zeit, 14. 10. 1988, S. 25; Gerber, B. (1989): Sinn und Zweck der elektronischen Börsen – Programm-Handel, Index-Arbitrage und Portefeuille-Absicherung: Ihre Wirkungen am 19. Oktober 1987, in: Hierszowicz, C. (Hrsg.): Der Oktober-Crash 1987, Bern 1989, S. 43 – 67; Schwarzer, O. (1991): Computer machen die Börsen tabular, in: Süddeutsche Zeitung, 12. 9. 1991, S. 27.

³⁴ Kogan, N./Wallach, M. A. (1964): Risk Taking, New York u. a. 1964; Krohne, H. W. (1975): Angst und Angstverbreitung, Stuttgart 1975; Krohne, H. W./Laux, L. (eds.) (1982): Achievement, Stress, and Anxiety, Washington u. a. 1982.

³⁵ Vgl. allgemein bei Kukla, A. (1972): Foundations of an Attributional Theory of Performance, in: Psychological Review 1972, S. 454 – 470; Slovic, P./Fischhoff, B./Lichtenstein, S. (1980): Facts versus fears: Understanding perceived risk, in: Schwing, R./Albers, R. A. (eds.): Societal Risk Assessment: How safe is safe enough?, New York 1980, S. 181 – 213, reprinted in: Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (eds.): Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, Cambridge u. a. 1982, S. 463 – 489; Menkes, J. (1981): Risk or Angst?, in: Risk

Analysis 1981, S. 237 – 240; Taylor, J. W. (1974): The Role of Risk in Consumer Behavior, in: Journal of Marketing 1974, S. 54 – 60.

³⁶ Kuhl, J. (1987): Motivation und Handlungskontrolle: Ohne guten Willen geht es nicht, in: Heckhausen, H. et al. (Hrsg.): Jenseits des Rubikon. Der Wille in den Sozialwissenschaften, Berlin u. a. 1987, S. 101 – 120; vgl. auch Kuhl, J. (1986): Human Motivation: From Decision Making to Action Control, in: Brehmer, B. et al. (eds.): New Directions in Research on Decision Making, Amsterdam u. a. 1986, S. 5 – 28; Kuhl, J./Beckmann, J. (1983): Handlungskontrolle, in: Zeitschrift für Sozialpsychologie 1983, S. 241 – 250; Kuhl, J./Waldmann, R. (1985): Handlungpsychologie, in: Zeitschrift für Sozialpsychologie 1985, S. 153 – 181; Esser, H./Kremer, M./Spangenberg, H. (1979): Ansätze zur Erklärung der Integration von Migranten – Theoretische Grundlagen zur Erforschung des Verhaltens ausländischer Arbeitnehmer in der Bundesrepublik Deutschland, in: Esser, H. et al. (Hrsg.): Arbeitsmigration und Integration. Sozialwissenschaftliche Grundlagen, Königstein 1979, S. 1 – 166.

³⁷ Dörner, D. (1987): Denken und Wollen, in: Heckhausen, H. et al. (Hrsg.): Jenseits des Rubikon. Der Wille in den Humanwissenschaften, Berlin u. a. 1987, S. 238 – 249, hier S. 243.

³⁸ Heckhausen, H./Kuhl, J. (1985): From Wishes to Action, in: Fress, M./Sabini, J. (eds.): Goal Directed Behavior, Hillsdale 1985, S. 134 – 159.

³⁹ Vgl. zu Ambiguität in Finanzmärkten den Überblick bei Weber, M. (1989): Ambiguität in Finanz- und Kapitalmärkten, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1989, S. 447 – 471 und Weber, M. (1990): Risikounterscheidungskalküle in der Finanzierungstheorie, Stuttgart 1990.

⁴⁰ Vgl. z. B. Bem, D. J. (1978): Self-Perception Theory, in: Berkowitz, L. (ed.): Cognitive Theories in Social Psychology, New York u. a. 1978, S. 221 – 282; Easterbrook, J. A. (1959): The effects of Emotion on Cue Utilization and the Organization of Behavior, in: Psychological Review 1959, S. 183 – 201; Grabitz, H.-J. (1984): Die Theorie der Selbstwahrnehmung von Bem, in: Frey, D./Irie, M. (Hrsg.): Kognitive Theorien, Bern u. a. 1984, S. 138 – 160.

Weiterhin ist für die beschriebene Marktsituation typisch, daß individuelle Mechanismen der sogenannten kognizierten Kontrolle (Beeinflussbarkeit, Vorhersehbarkeit und kognitive Kontrolle, retrospektive Erklärbarkeit),⁴¹ die die Aversivität eines Börsenergebnisses reduzieren könnten,⁴² versagen. Es kann weder eine Beeinflussbarkeit der Marktentwicklung (gerade in der beschriebenen diffusen Marktsituation), noch die kognitive Kontrolle des Börsengeschehens, noch die retrospektive Erklärbarkeit vorausgegangener Ereignisse des Marktes angenommen werden.

Eine kognitive Kontrolle kann allenfalls temporär durch Uminterpretationen oder Vermeidungsreaktionen wahrgenommen werden, denn das in Symbole (Kurstafel, Index) transformierte Marktgeschehen läßt kaum einen Spielraum zu einer solchen Kontrolle. Für eine retrospektive Erklärbarkeit ist eine gewisse Distanz zum jeweiligen Börsengeschehen selbst erforderlich, die zumindest börsentäglich während der Börsenzeiten nicht erreicht werden kann.

Viele Anleger gelangen also nach und nach bei unerwartet aus der beschriebenen Marktsituation entstehenden Kursschwankungen in eine Situation, in der sie keine kognizierbare Strategie besitzen, die Ereignisse in ihrer Bedrohlichkeit (bei Kursverfall oder Nicht-Teilnahme am Kursanstieg) zu reduzieren.⁴³

In einer Weiterführung ist als Konsequenz solcher Situationen für das Verhalten einzelner Anleger anzunehmen, daß sie die erörterten unspezifischen Streßreaktionen einsetzen werden, um die Kontrolle wiederzugewinnen.⁴⁴

Neben den Verhaltensweisen des einfachen Tolerierens oder Resignierens sind zwei Streßreaktionen denkbar, nämlich ein sogenanntes »Angriffs-

verhalten«, das mit Emotionen wie Aggression oder Wut bzw. Ärger verbunden ist, oder sogenanntes »Flucht- und Vermeidungsverhalten«, das mit Emotionen wie Angst etc. einhergeht.⁴⁵ Die beiden genannten Verhaltensweisen hängen sowohl von der Richtung der Kursschwankungen als auch von der Umwelt- bzw. Außenorientierung der Anleger ab.

Flucht- und Vermeidungsverhalten verstärkt den Trend

Insbesondere, wenn anderen Personen oder Gruppen bessere Einschätzungen des Marktes zugeschrieben werden, suchen Anleger nach einer solchen Außenorientierung, die den Streß prinzipiell erhöhen oder abschwächen kann.⁴⁶ Ein selbstverstärkender Trend setzt ein, wenn den ersten Anlegern, die am schnellsten einem scheinbar vorhandenen Trend folgen, die meisten anderen Anleger, die zunächst eher abwartend reagierten, folgen.

»Flucht- und Vermeidungsverhalten« ist dann zu beobachten, wenn die Marktsituation zunehmend durch einen Kursverfall gekennzeichnet ist, besonders dann, wenn die Kurse zuvor ein hohes Niveau (wie vor den Crashes 1987 und 1989) erreicht haben und damit relativ hohe, nicht realisierte Kursgewinne »auf dem Spiel stehen« (Ausmaß des finanziellen und eventuell sozialen und psychischen Risikos).⁴⁷

Ein zunächst nur anfänglicher Kursrückgang aus Gesichtspunkten der Gewinnmitnahme führt bei Anlegern, je länger sie sich abwartend bei unveränderter Marktentwicklung verhalten, zu immer intensiveren Streßerlebnissen, die in »Flucht- oder Vermeidungsverhalten« münden, das zum Ziel hat, ein positives Erleben durch ein Nichteintreten weiterer

(potentieller oder tatsächlicher) Verluste zu erreichen.

Die Folge solchen Verhaltens ist bekannt. Zahlreiche Verkaufsaufträge führen in solch labilen Situationen zu immer weiter sinkenden Kursen, panikartige Verkäufe setzen ein. So war z. B. zu lesen: »Die privaten Investoren sind in Panik geraten«, »Die Anleger haben Angst« (Handelsblatt, 17. 10. 1989, S. 1), »Die Privaten waren kopflos« (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18. 10. 1989, S. 17).⁴⁸

Im entgegengesetzten Falle anfänglicher Kurssteigerungen wird ein »Angriffsverhalten« ausgelöst, denn viele Anleger befürchten, potentiell mögliche Kursgewinne, also antizipierte Gewinnchancen, zu verpassen. Das sich einstellende Gefühl, dem Markt hinterherzuschauen bzw. vom Börsengeschehen ausgeschlossen zu sein, führt zu intraindividuellen Reaktionen, wie Ärger, allerdings in einer weiterhin vorhandenen Unsicherheit über den weiteren Marktverlauf.

Auch hier gilt, daß sich das Streßerleben intensiviert, je länger ein Anleger in einer solchen Situation abwartet. Dies führt für einen Teil (privater) An-

⁴¹ Vgl. Thompson, S. C. (1981): Will It Hurt Less If I Can Control It? A Complex Answer to a Simple Question, in: Psychological Bulletin 1981, S. 89 – 101.

⁴² Vgl. allgemein bei Osnabrügge, G./Stahlberg, D./Frey, D. (1985): Die Theorie der kognizierten Kontrolle, in: Frey, D./Irie, M. (Hrsg.): Theorien der Sozialpsychologie, Bd. 3, Bern u. a. 1985, S. 127 – 172.

⁴³ Vgl. Bungard/Schultz-Gambard 1990.

⁴⁴ Vgl. allgemein bei Dörner 1981; Dörner, D./Reh, H./Stäudel, T. (1983): Die Erklärung des Verhaltens, in: Dörner, D. et al. (Hrsg.): Lohhausen, Vom Umgang mit Unbestimmtheit und Komplexität, Bern u. a. 1983, S. 397 – 448; Lazarus, R. S. (1968): Emotions and Adaptation, in: Arnold W. J. (ed.): Nebraska Symposium on Motivation, Lincoln 1968, S. 213 – 259, Nitsch 1981.

⁴⁵ Vgl. allgemein bei Dörner/Reh/Stäudel 1983.

⁴⁶ Vgl. allgemein bei Tschakert, R. (1981): Zur streßmodifizierenden Bedeutung der sozialen Situation, in: Nitsch, J. R. (Hrsg.): Stress. Theorien, Untersuchungen, Maßnahmen, Bern u. a. 1981, S. 546 – 561.

⁴⁷ Vgl. auch Panne, F. (1977): Das Risiko im Kaufentscheidungsprozeß des Konsumenten. Die Beiträge risikotheorietischer Ansätze zur Erklärung des Kaufentscheidungsverhaltens von Konsumenten, Frankfurt – Zürich 1977, S. 49, 51.

⁴⁸ Vgl. zu solchen Reaktionen auch Frey/Stahlberg 1990, S. 130 – 131.

leger nach und nach zu einem »Angriffsverhalten« in dem Sinne, daß ein Kaufen (an den deutschen Börsen in der Regel erst in Haupt- und dann in Nebenwerten) einsetzt und damit der Trend sich selbst verstärkt. Solche Zusammenhänge erklären, wenn auch in abgeschwächter Form, die beobachtbare Überreaktion auf neue Informationen in Finanzmärkten (Überreaktionsthese).⁴⁹

Die vorangegangenen Erörterungen verdeutlichen die Komplexität der Wirkungszusammenhänge beim Zustandekommen des Verhaltens von Anlegern in Finanzmärkten, die mit dem deskriptiven Anspruch der traditionellen Kapitalmarkttheorie nicht kompatibel sind.

Um eine Erfassung wesentlicher Einflußfaktoren und die Analyse wichtiger Wirkungsstrukturen bemüht sich daher eine verhaltenswissenschaftlich fundierte Kapitalmarktforschung, die auch deutlich empirisch-explorativ orientiert ist.⁵⁰ Diese Forschungsrichtung ist unter anderem bestrebt, ökonomische und psychologische Faktoren differenziert zu erfassen und zu einem Erklärungsansatz von (privatem) Anlegerverhalten zu gelangen.

Die Überlegungen gehen von der Vorstellung einer Anlageentscheidung als Entscheidung unter Risiko (definiert als eine aus der Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen und der beschränkten Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazität resultierende Gefahr einer negativen Abweichung der Zielgröße von einem Referenzwert) aus, die sich durch die beiden Faktorenbündel oder Komponenten »Unsicherheit« und »Wichtigkeit« beschreiben läßt und die der Wirkung einer Vielzahl von Variablen unterliegt.

Ferner vollzieht sich der gesamte Anlageentscheidungsprozeß unter dem Einfluß der Umweltsituation (externe

Informationen, soziale Situation) und der persönlichen Disposition und Situation eines Anlegers. Zu den externen Informationen zählen einzel- und gesamtwirtschaftliche Informationen, zum Einfluß der sozialen Situation wird vor allem die Wirkung von Bezugsgruppen und des (Ehe-/Lebens-)Partners gerechnet.

Die persönliche Disposition des Anlegers wird durch emotionale, motivationale und kognitive Faktoren determiniert, die persönliche Situation ist durch verschiedene sozioökonomische und demographische Variablen bestimmt (Geschlecht, Alter, Bildung, finanzieller Status, Lebensphase).

Gegenwärtig existieren nur relativ wenige Forschungsansätze, die in den Bereich einer so verstandenen verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung eingeordnet werden können und einen Beitrag zur Erklärung von Anlegerverhalten im definierten Sinne zu leisten vermögen.

Neuere Forschungsergebnisse

Die abschließenden Erörterungen fassen einige wesentliche Ergebnisse der neueren empirischen Forschung zum Anlegerverhalten zusammen, die einen ersten Eindruck vom Potential dieser Forschungsrichtung vermitteln und auch einen gewissen Praxisbezug nicht vernachlässigen, da sie oft aus Analysen in realen Märkten stammen:

- Untersuchungen von Schachter/Hood/Andreassen/Gerin⁵¹ im amerikanischen Markt kommen zu dem Ergebnis, daß Anleger in Marktverfassungen mit steigenden Kursen (»bull markets«) in der Tendenz ihren bisherigen Erfahrungen mit ihren (bis dahin) richtigen Entscheidungen folgen und extreme neue Informationen mißachten oder geringerschätzen.

In Marktverfassungen mit fallenden Kursen dagegen (»bear markets«) besteht die Tendenz der Anleger, Tips oder sogenannte Expertenmeinungen (oft in den Medien geäußert) bzw. Ratschläge von Anlageberatern zu berücksichtigen, was zwar zunächst die (mangelnden) eigenen Erfahrungen (mit denen gegebenenfalls Verluste realisiert wurden) der Anleger ersetzen mag, jedoch letztendlich Verluste nicht verhindern, aber hinauszufragen kann; dies zumindest dann, wenn eine solche Marktverfassung lange anhält und mit steigenden potentiellen Verlusten der persönliche und soziale Druck und Streß, der auf den Anlegern liegt, wächst.

In stabilen Marktflagen (»stable markets«), in denen keine großen Veränderungen der Kurse zu beobachten sind, ist die Zugänglichkeit von Anlegern für Empfehlungen weniger groß als in »bear markets«, jedoch besteht die Tendenz zu der erwähnten Überreaktion auf neue Informationen, besonders, wenn eine solche Marktlage länger andauert und sich Erwartungen auf eine deutliche Kursänderung länger nicht erfüllen.

Für alle differenzierten Marktverfassungen konnten Schachter/Hood/Andreassen/Gerin (1986) Auswirkungen auf die Kursentwicklung von in Medien publizierten Anlageempfehlungen beobachten (verwendet wurde

⁴⁹ Vgl. hierzu auch Arrow, K. J. (1982): Risk Perception in Psychology and Economics, in: Economic Inquiry 1982, S. 1 – 9; Camerer 1987 a; De Bondt, W. F. M./Thaler, R. H. (1985): Does the Stock market Overreact?, in: Journal of Finance 1985, S. 793 – 805; De Bondt, W. F. M./Thaler, R. H. (1987): Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, in: Journal of Finance 1987, S. 557 – 581; Dreman, D. (1982): The New Contrarian Investment Strategy, New York 1982; Joerding, W. (1988): Are Stock Prices Excessively Sensitive to Current Information?, in: Journal of Economic Behavior and Organization 1988, S. 71 – 85; Shiller, R. J. (1981): Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, in: American Economic Review 1981, S. 421 – 436; Thaler 1987 und den Überblick in Oehler 1991 a.

⁵⁰ Vgl. Bitz/Oehler 1991 und Oehler 1991 a.
⁵¹ Schachter, S./Hood, D. C./Andreassen, P. B./Gerin, W. (1986): Aggregate Variables in Psychology and Economics: Dependence and the Stock Market, in: Gilad, B./Kaish, S. (eds.): Handbook of Behavioral Economics, Vol. B, Greenwich – London 1986, S. 237 – 272.

eine Kolumne im Wall Street Journal), jedoch in unterschiedlichem Ausmaß:

Während Kaufempfehlungen zwar grundsätzlich zu steigenden und Verkaufsempfehlungen zu fallenden Kursen führten, waren die Auswirkungen auf »bear markets« im Vergleich zu »stable markets« deutlich stärker.

Im Vergleich zwischen »stable markets« und »bull markets« ergab sich, daß Kaufempfehlungen in »bull markets« deutlichere Kurswirkung entfalteten, ein solcher Unterschied bei Verkaufsempfehlungen jedoch nicht zu beobachten war.

Außerdem konnte ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen dem Umsatz und der Kursentwicklung festgestellt werden: In »bear markets« geht der Umsatz in der Zeit relativ zurück, in »bull markets« steigt dieser relativ in der Zeit an.

Schachter/Hood/Andreassen/Gerin (1986) kommen auch zu dem Ergebnis, daß dann Ratschlägen von Experten bzw. in Medien tendenziell besonders gefolgt wird, wenn die Quelle der Informationen bekannt, die Empfehlungen eindeutig geäußert und bei mehreren Meinungen verschiedener Quellen hohe Übereinstimmung festzustellen ist.

- Weitere Untersuchungen, die von Andreassen (1987, 1988) vorgenommen wurden, beziehen sich schwerpunktmäßig auf den Einfluß von Informationen, die Anleger durch Print- und elektronische Medien erreichen. Die Ergebnisse von Andreassen (1987) bestätigen die Hypothese, daß die durch Medien dargebotenen Interpretationen und Analysen von Kursentwicklungen einen erheblichen Einfluß auf Anleger und ihre Entscheidungen ausüben.

Insbesondere konnte in der durchgeführten Simulation mit realen Kursdaten und realen Informationen bzw. Analysen aus dem Wall Street Jour-

nal gezeigt werden, daß das erörterte sogenannte regressive Verhalten (vgl. oben) durch die zusätzlich zu den Kursen vorhandenen Informationen verringert wird, sich Anleger, die solche Informationen erhielten, im Vergleich zur Kontrollgruppe langsamer von ihren Wertpapieren trennten und geringere Erträge erreichten.

Erklärungsansätze liegen in den erörterten Phänomenen: Aufgrund der ho-

hen Informationsdichte und des hohen Zeitdrucks findet eine sehr selektive Informationsaufnahme und -verarbeitung statt, Urteilsheuristiken kommen zur Anwendung, und besonders auffällige Informationen werden selektiert, die für eine mittelfristige Entwicklung eher unbedeutend sein können. Andreassen (1987, S. 495) kommt daher zu dem Schluß: »The old saw »no news is good news« may be more profound than it seems.«