

*Bachelorarbeit*

**Gabriele Alheid**

# **Herdenverhalten auf Finanzmärkten**

**Bachelor + Master  
Publishing**

Gabriele Alheid

**Herdenverhalten auf Finanzmärkten**

Originaltitel der Abschlussarbeit: Herdenverhalten auf Finanzmärkten

ISBN: 978-3-95549-525-1

Herstellung Bachelor + Master Publishing, ein Imprint der Diplomica® Verlag GmbH,  
Hamburg, 2013

Zugl. Universität Kassel, Kassel, Deutschland, Bachelorarbeit, Februar 2012

---

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.

© Bachelor + Master Publishing, ein Imprint der Diplomica® Verlag GmbH,  
Hamburg, 2013

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2013  
Printed in Germany

# INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....	I
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	II
1. EINLEITUNG.....	1
2. NEOKLASSISCHE KAPITALMARKTTHEORIE .....	3
2.1 Annahmen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie .....	3
2.2 Der homo oeconomicus.....	4
2.3 Die Theorie effizienter Märkte.....	5
3. BEHAVIORAL FINANCE .....	8
3.1 Ursprung, Definition und Ziele .....	8
3.2 Verhaltensanomalien.....	9
4. HERDENVERHALTEN .....	11
4.1 Definition und Merkmale von Herdenverhalten .....	11
4.2 Ursachen und Auslöser von Herdenverhalten.....	14
4.2.1 Das Informationskaskadenmodell.....	16
4.2.2 Das Reputationsmodell .....	20
4.3 Der Beauty Contest nach Keynes als Modell für Herdenverhalten .....	22
5. AUSWIRKUNGEN VON HERDENVERHALTEN .....	24
5.1 Preisblasen und Ansteckungseffekte.....	24
5.2 Anwendungsbeispiele .....	26
5.2.1 Finanzkrise ab 2007 .....	26
5.2.2 Bank Run.....	31
6. DISKUSSION UND WEITERFÜHRENDE ÜBERLEGUNGEN .....	37
7. FAZIT .....	41
ANHANG.....	III
A.1: Modifikationen des Informationskaskadenmodells .....	III
A.2: Experimentelle Arbeiten zu Informationskaskaden .....	III
A.3: Der Beauty Contest als Zahlenwahlspiel – Spieltheoretische Darstellung .....	V
A.4: Das Zahlenwahlspiel in Wirtschaftszeitungen .....	VII
LITERATURVERZEICHNIS .....	X

## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

<b>Abbildung 1:</b> Stufen der Markteffizienz .....	5
<b>Abbildung 2:</b> Anomalien des menschlichen Verhaltens .....	10
<b>Abbildung 3:</b> Rangordnung der Banken .....	30
<b>Abbildung 4:</b> Bewertungsmatrix .....	30
<b>Abbildung 5:</b> Spieltheoretische Darstellung eines Bank Runs .....	35
<b>Abbildung 6:</b> The Physical Setup .....	IV
<b>Abbildung 7:</b> Eliminierung dominanter Strategien.....	VI
<b>Abbildung 8:</b> Iterated Best Reply Modell.....	VII
<b>Abbildung 9:</b> Ergebnisse der Zahlenwahlspiele .....	VIII

## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

ABS	Asset Backed Securities
Aufl.	Auflage
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CDO	Collateralized Debt Obligation
d.h.	das heißt
dms	decision-makers
erw.	erweiterte
et al.	lat. und andere
etc.	et cetera
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fed	Federal Reserve System
ff.	fortfolgende
Hrsg.	Herausgeber
IBR	Iterated Best Reply
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
IMF	International Monetary Fund
Nr.	Nummer
o.J.	ohne Jahr
o.V.	ohne Verfasser
S.	Seite
überarb.	überarbeitete
u.a.	unter anderem
US	United States
USA	United States of America
vgl.	vergleiche
WZB	Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung
z.B.	zum Beispiel

## 1. EINLEITUNG

*„Ich kann zwar die Bahn der Gestirne auf Zentimeter und Sekunden berechnen,  
aber nicht, wohin eine verrückte Menge einen Börsenkurs treiben kann.“*

(Sir Isaac Newton, zitiert in: Schulz-Hardt et al., 2007, S.210)

Generationen von Wissenschaftlern versuchen seit jeher vorherzusagen, wie die Kurse sich in Zukunft entwickeln werden und müssen doch zumeist anerkennen, dass die Börse nicht ausschließlich durch Angebot und Nachfrage, sondern in großem Maße auch durch das Verhalten der Menschen beeinflusst wird. Dass Kurse zuweilen ökonomisch kaum nachvollziehbaren Schwankungen unterliegen, veranlasste bereits den bekannten Börsen- und Finanzexperten André Kostolany zu der Aussage: *„Die Rolle der Psychologie an der Börse kann gar nicht überschätzt werden. Kurzfristig und mittelfristig macht sie – an der Börse und in der Wirtschaft – 90 Prozent aus“* (Kostolany, 1997, S.12).

Die Modelle der Kapitalmarkttheorie werden, aufgrund ihres unzureichenden Erklärungs- und Prognosegehaltes, zunehmend nicht mehr als aussagekräftig erachtet - die Annahmen eines perfekt funktionierenden Kapitalmarktes werden mittlerweile in vielerlei Hinsicht in Frage gestellt. In den letzten Jahrzehnten tauchten vermehrt Studien auf, die das Vorhandensein von Anomalien nahelegen, welche sich nicht durch die Existenz von Informationseffizienz auf den Märkten erklären lassen. Starke Preisschwankungen aufgrund von massenpsychologischen Phänomenen, unterstreichen die Hypothese, dass Menschen in der Regel nicht wie der durch die neoklassische Theorie beschriebene *homo oeconomicus* handeln, sondern dass das Verhalten der Anleger vielmehr durch Gefühle wie Angst, Gier, Neid oder Euphorie beeinflusst wird. Im Rahmen der relativ jungen Forschungsrichtung *Behavioral Finance* werden diese Beobachtungen und Überlegungen systematisiert. Indem psychologische Aspekte Einfluss auf die Analyse der Finanz- und Kapitalmärkte finden, trägt diese Theorie wesentlich zu einem besseren Verständnis der Märkte bei (vgl. Kitzmann, 2009, S.16).

Eine Beobachtung der Behavioral Finance ist, dass Finanzmärkte durch Herdenverhalten geprägt sind. Dieses Finanzmarktphänomen wird metaphorisch häufig mit Lemmingen assoziiert, die einander blind folgen und letztendlich gemeinsam in den Abgrund stürzen. Derartiges Verhalten tritt meistens in Situationen der Unsicherheit auf, da Menschen befürchten, mit ihren eigenen Einschätzungen falsch zu liegen. Ein solches Massenphänomen lässt sich nicht nur im täglichen Leben beobachten, wie beispielsweise im Theater, bei dem ein

Zuschauer anfängt zu klatschen und die übrigen einstimmen, sondern ebenso auf den Finanzmärkten (vgl. Ackstaller, 2005, S.15). Jüngste Geschehnisse wie die Finanzkrise ab 2007 haben gezeigt, welche Folgen es hat, wenn Kurse in fundamental nicht gerechtfertigte Höhen getrieben werden, was wiederum zum Platzen einer spekulativen Blase bis hin zu globalen Wirtschaftskrisen führt. Verschiedene Studien legen die Vermutung nahe, dass diese Entwicklungen durch Herdenverhalten auf den Finanzmärkten begünstigt werden. Dennoch ist Herdenverhalten nicht zwangsläufig ein Ausdruck von Irrationalität, sondern lässt sich häufig auf ein individuell rationales Verhalten der Marktakteure zurückführen.

Auch wenn das Hauptaugenmerk dieser Arbeit auf Herdenverhalten gerichtet ist, scheint es dennoch zentral, einen kurzen Überblick über die neoklassische Kapitalmarkttheorie sowie über die Behavioral-Finance-Theorie zu geben, sodass eine konkrete Einordnung des Herdenverhaltens in die Finanztheorie erfolgen kann. Demzufolge beginnt die Arbeit mit einer Darstellung der neoklassischen Kapitalmarkttheorie, die hauptsächlich durch die Annahme rational handelnder Akteure und durch die Theorie effizienter Märkte gekennzeichnet ist. Im dritten Kapitel der Ausarbeitung werden die theoretischen Grundlagen der Behavioral-Finance-Theorie vorgestellt, beginnend mit dem Ursprung und der Definition, bis hin zu ihren Zielen und den durch sie beobachteten Anomalien menschlichen Verhaltens. Insbesondere soll hervorgehoben werden, dass sich die Behavioral-Finance-Theorie in ihren Annahmen strikt von der Kapitalmarkttheorie abgrenzt, indem sie postuliert, dass Emotionen einen großen Einfluss auf den Kapitalmarkt haben. Das vierte Kapitel beschäftigt sich zunächst mit den Grundlagen und Merkmalen von Herdenverhalten. Im Anschluss daran werden die zentralen Ursachen und Auslöser für dieses Phänomen ausgearbeitet. Wie es zu Herdenverhalten kommen kann und welche Auswirkungen es auf die Finanzmärkte hat, soll im Mittelpunkt dieser Arbeit stehen. Das fünfte Kapitel stellt dementsprechend den Hauptteil der Arbeit dar. Zunächst werden Preisblasen und Ansteckungseffekte als primäre Auswirkungen von Herdenverhalten auf den Finanzmärkten aufgeführt. Dies wird anschließend anhand zweier Anwendungsbeispiele - der Finanzkrise ab 2007 und dem Bank Run - näher ausgearbeitet. Es gilt zu ergründen, ob Herdenverhalten tatsächlich als Auslöser für Finanzmarktkrisen angesehen werden muss. Der letzte Teil der Arbeit befasst sich mit Maßnahmen, die zur Aufhebung von Herdenverhalten beitragen können. Hier werden eine kurze Diskussion sowie weiterführende Überlegungen zu dem Thema vorgestellt. Zudem werden Überlegungen zur empirischen Evidenz von Herdenverhalten angestellt. Die Arbeit endet mit einem Fazit, in dem ein Resümee zu den zentralen Ergebnissen gezogen wird.