

Reader ABO – Finanzpsychologie SS 2001

Herausgegeben von Michael Hünnerkopf

Dieser Reader ist gedacht zur Vorbereitung auf den Teil der ABO-Diplom-Prüfung von Dr. Armin Stock.

Die Beiträge wurden inhaltlich von den jeweiligen Autoren übernommen und nur im Format angepasst.

Oktober 2001, Michael Hünnerkopf

Inhalt:

1. [„Zur Diskontinuität der monetären Größenwahrnehmung“](#) (S.2-7)
([Irene Futterlieb](#), [Katrin Otto](#))
2. [„Die Rolle von Urteilsheuristiken bei Finanzentscheidungen“](#) (S.8-16)
([Michael Hünnerkopf](#), [Susanne Kuger](#))
3. [„Motivation und Risikoneigung privater Geldanleger“](#) (S.17-25)
(Nicole v.d. Linden, Yvonne Clark)
4. [„Kundenzufriedenheit mit Finanzdienstleistern“](#) (S.26-35)
([Martin Hemm](#), [Daniel Mackenrodt](#))
5. [„Zur Gestaltung von Investor Relations: Eine Typologisierung von Finanzanalysten und ihren Erwartungen“](#) (S.36-44)
([Frank Spiegel](#), [Markus Grätz](#))
6. [„Überschätzung und falsche Erwartungen beim Portfoliomanagement mit Investmentfonds“](#) (S.45- 49)
(Steffen Knöfler)
7. [„Ineffiziente Anlageentscheidungen für Investmentfonds – wie sind sie zu verstehen?“](#) (S.50-56)
(Martina Walter, Sylvia Heinz)
8. [„Wissen, übermäßiges Selbstvertrauen und die Qualität der Entscheidungen von Risikokapitalgebern“](#) (S.57-69)
(Camilla Straub, Katja Stork)
9. [„Vorhersagegenauigkeit britischer Broker und Analysten“](#) (S.70-80)
([Wolfgang](#) und [Alexandra Lenhard](#))

Zur Diskontinuität der monetären Größenwahrnehmung - Wie viel ist eine Milliarde Mark? (nach Horst.W.Brand)

1. Wie viel ist denn nun eine Milliarde DM???

Beispiele :

Wie viele Porsche (ca.200 000 DM) kann man für eine Milliarde Mark kaufen??

Richtige Antwort: 5000

Wie hoch ist unsere Staatsverschuldung??

Richtige Antwort:

Ende des Jahres 2000 2.403.960.244.512 Mark , also ca. 2 Billionen, 404 Milliarden DM

Wie viel Nullen hat eine Milliarde?

Richtige Antwort: neun

Wie viel Milliarden braucht man für eine Billion?

Richtige Antwort: tausend

Selbst Herr Bangemann, 1986 amtierender Wirtschaftsminister, kannte die Antwort auf die Frage, wie viele Nullen eine Milliarde habe, nicht!

1.1. Welchen Informationswert haben dann folgende Schlagzeilen?

- EM.TV machte 2,8 Milliarden Mark Verlust
(Meldung vom 01.05.2001 12:37, WEB.de)
- ...SAP will für 400 Millionen US-Dollar den Softwarehersteller TopTier übernehmen.
(Meldung vom 01.05.2001 10:33, WEB.de)
- Umzug ins neue Bundeskanzleramt ...465 Millionen Mark teure Gebäude im Regierungsviertel. (Meldung vom 29.04.2001, Mainpost.de)

1.2. Noch ein paar Zahlen:

Der Bundeshaushalt 1997 hatte Ausgaben in Höhe von 458,6 Milliarden DM:

Arbeit und Sozialordnung	149,0	745000 Porsche
Schuldzinsen (Bundesschuld)	85,4	427000 Porsche
Verteidigung	46,2	231000 Porsche
Verkehr	44,0	220000 Porsche
Allgemeine Finanzverwaltung	19,5	97500 Porsche

Wirtschaft	16,9	84500 Porsche
Versorgung (Pensionen)	15,8	79000 Porsche
Bildung, Wissenschaft, Forschung und Technologie	14,8	74000 Porsche
Familie, Senioren, Frauen und Jugend	11,9	59500 Porsche
Landwirtschaft	11,8	59000 Porsche
Raumordnung, Bauwesen und Städtebau	10,7	53500 Porsche
Innenpolitik	8,6	43000 Porsche
Finanzen	7,9	39500 Porsche
Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung	7,6	38000 Porsche
Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit	1,3	6500 Porsche
Sonstiges	7,2	36000 Porsche

Brand: „ Andererseits scheint (...) die offenkundige Schwierigkeit der Beantwortung(..) keineswegs in der Bezugsgröße „Deutsche Mark“ begründet..“

2. Psychologische Theorien des Geldes

2.1. *In der Psychoanalyse:*

Geld wird als Machtmittel angesehen, um sich die physikalische und insbesondere soziale Umwelt untertan zu machen

2.2. *Lerntheoretische Ansätze:*

- Assoziations-Lernen
- Operante Konditionierung (Geld als sekundärer Verstärker)

2.3. *Exchange Theorie (Ressourcen-Theorie von Foa & Foa, 1980)*

Auch hier wird wie in der psychoanalytischen Tradition Geld als Tausch- und damit Machtmittel verstanden.

2.4. *Kritik von Brand:*

Alle aufgeführten Ansätze erwiesen sich für seine Fragestellung, ob es Unterschiede in der Wahrnehmung bzw. Kognition immenser monetärer Dimensionen (wie z.B. eine Milliarde) gibt, als unzureichend.

Berührungspunkte zur Fragestellung fanden sich in der Entwicklungspsychologie

Erst in einem bestimmten Entwicklungsstadium erwerben Kinder die Vorstellung von Teilbarkeit bzw. Multiplizierbarkeit von Geld.

Aber: numerische Größen wie eine Milliarde bleiben ebenso unerwähnt wie die mathematische Operation der Exponention.

3. Ausgewählte experimentelle Ergebnisse zur monetären Größenwahrnehmung

3.1. Bruner & Goodman (1947): „Akzentuierungsphänomen“

Haupterkennnis war, dass mit zunehmendem monetären Wert von Münzen deren Größe tendenziell überschätzt wird.(vergleiche dazu auch Versuch zur Münzgrößenschätzung im Expraktikum A; Herstellungsverfahren: kleine Münzen werden unterschätzt, große überschätzt)

Brand kommt zu einem Zwischenfazit: „wonach der Gegenstand “Geld“ über seine rein physikalische Erscheinung hinaus zweifellos mehr repräsentiert als seinen bloßen Tauschwert: Insbesondere die kognitive Repräsentation von Geld (...) dürfte demnach über die physikalischen Eigenschaften hinaus durch „soziale Eigenschaften“ und „symbolische“ Bedeutungen gekennzeichnet sein.“

Wie ist aber die Größendimension eine Milliarde Mark kognitiv repräsentiert?

Verdacht: Wir haben eine Vorstellung von einer Milliarde Mark wie ein dreijähriges Kind von 100 Mark.

4. Experimentelle Untersuchungen von Horst W. Brand

Frage: Welche Kognitionen und Vorstellungen sind innerhalb der deutschen Bevölkerung mit der monetären Größenordnung von „1 Milliarde Mark“ verknüpft?

4.1. Qualitative Voruntersuchungen

4.1.1. Stichprobe: 95 Versuchspersonen, die Stichprobe setzte sich folgendermaßen zusammen:

- 41,1 % Studierende
- 13,7 % Gymnasiasten
- 9,5 % Auszubildende
- 6,3 % Arbeiter
- 13,7 % Angestellte, Beamte
- 6,3 % Akademische Berufe
- 9,5 % Hausfrauen, Ruheständler

4.1.2. Vorgehensweise:

- Qualitative Einzel-Interviews
- Gruppen-Diskussionen mit Kleingruppen

Es wurden verschiedene Fragen gestellt, um Vorstellungen zu monetären Größenordnung „1 Milliarde Mark“ zu erfassen.

4.2. Schritt 1

Eingangsfrage: Wie viel ist 1 Milliarde Mark? Erfassung diesbezüglicher Erinnerungen, Vorstellungen usw. der Probanden auf neutralem Protokollbogen

Die Antworten reichten von „unheimlich viel Geld“ bis „zu schwierig“ oder „unfair“. In Ausnahmefällen wurden Stichworte wie Düsen-Jet und Kernkraftwerk genannt

Zusatzfragen:

Mit wie vielen Nullen schreibt man denn 1 Milliarde Mark?

Wie schreibt man 1 Milliarde als Exponential-Zahl?

Antwortverteilung:

Die untenstehende Tabelle verdeutlicht die Ergebnisse.

<i>Fragen: Wie viele Nullen hat 1 Milliarde DM? - Mit welcher Hochzahl schreibt man sie?</i>								
<i>Anzahl der Nullen</i>	6	7	8	9	10	11	12	<i>„weiß nicht“</i>
<i>Angaben in %</i>	2	2	12	51	13	2	1	<i>17</i>
<i>Hochzahl für 1 Milliarde</i>	6	7	8	9	10	11	12	<i>„weiß nicht“</i>
<i>Angaben in %</i>	0	1	5	37	9	7	5	<i>35</i>

Um das Vorstellungsvermögen der Probanden zu erhöhen wurde ihnen zur Veranschaulichung von 1 Milliarde DM eine „Parabel“ erzählt.

„Wenn Herr Krösus seit seiner Geburt jeden Tag 1000 DM ausgeben würde, müsste er ca. 3000 Jahre leben, um 1 Milliarde Mark auszugeben“

Trotz dieser Parabel konnte der Untersucher keine nennenswerte Steigerung von Einfällen, was denn der Gegenwert von einer Milliarde Mark sei, feststellen

4.3. Schritt 2

Schema zur Einschätzung monetärer Größenordnungen

Idee:

Ausgehend von einem noch anschaulichen Betrag (1000 DM) wird die monetäre Dimension stufenweise bis zu einem Betrag von einer Milliarde gesteigert
Das Schema soll unter dem Kriterium der Multiplizierbarkeit und Exponentiation monetärer Größen komparative arithmetische Operationen quasi nahe legen.

Die untenstehende Tabelle verdeutlicht die Ergebnisse der Befragung.

Betrag (in DM)	Gegenwert (Kategorie)	Gegenwert häufigste bzw. ausgewählte typische Nennungen	Nennungen (in %)
1000,-	Techn. Geräte Haushaltsge- räte Wohnen Kleidung Freizeit Sonstiges	Photo-Apparat, Fahrrad, teure Armbanduhr Fernseher, Video-Recorder, Hifi-Anlage... Couch-Tisch, Teppich, Gartenmöbel Pelzmantel, Hochzeitskleid, Schmuck Urlaubsreise, Kurz-Urlaub, Ski-Ausrüstung.. Rassehund, Führerschein	36
5000,-	Wohnen techn. Geräte Haushaltsge- räte Freizeit Fahrzeuge Sonstiges	Wohn-Schlafzimmer-Einrichtung, Couch.. PC incl. Zubehör, Multimedia Sauna Urlaubsreise Gebrauchtwagen, Motorroller Reitpferd	23
10000,-	Wohnen Freizeit Fahrzeuge	Einbau-Küche, Sauna Weltreise, Segel-Boot, Caravan, Reitpferd Gebrauchtwagen, Motorrad	12
50000,-	Fahrzeuge Immobilien Freizeit Sonstiges	Neuwagen (Mittelklasse) Wohnungseinrichtung Wochenendhaus, Segelyacht, Reisemobil.. Kreditaufnahme für Existenzgründung	11
100000,-	Fahrzeuge Immobilien Freizeit Sonstiges	Neuwagen (Oberklasse) Wochenendhaus, Grundstück Segelyacht	5
500000,-	Immobilien Sonstiges	Eigenheim, Einfamilienhaus, Eigentumswohnung	11
1 Million	Immobilien Sonstiges	Luxus- Villa, Einfamilienhaus, Eigentumswohnung..	1
5 Millionen	Immobilien Sonstiges	Luxus-Villa in exklusiver Lage	<0.5
10 Millionen	Freizeit Sonstiges	Luxus-Yacht	<0.5
50 Millionen	Sonstiges		<0.5
100 Millionen	Sonstiges		<0.5
500 Millionen	Sonstiges		<0.5
1 Milliarde	Sonstiges		<0.5

Die Unterbrechung der fallenden Tendenz mit Erreichen der Kategorie von 500 000,- DM lässt vermuten, dass für das Konzept Eigenheim ein kognitives Schema vorliegt, welches spontan verfügbar und abrufbar ist.

Dieser Schwellenwert scheint den Anschauungsbereich der persönlichen Relevanz zu begrenzen.

Die Diskriminationsfähigkeit und personale Relevanz ist anscheinend im Bereich von 1 Mio. bis 1 Milliarde nicht mehr gegeben.

4.4. Schritt 3

Ergänzende Instruktionen

Probanden wurden aufgefordert, an Nachrichten zurückzudenken (Fernsehen, Tageszeitungen, Wochenmagazine etc.), da dort häufig die Rede von Milliarden Mark sei

Zusätzliche Fragen als Hilfe

Wofür benötigt man eine Milliarde Mark?
Was kann man damit finanzieren?

4.4.1. Beobachtung:

Die zusätzliche Instruktion aktivierte eine völlig andersartige Dimension des Nachdenkens und der Erinnerungsbemühungen.

Es traten zunehmend Stichworte wie „Kosten der Wiedervereinigung“ „Regierungsumzug nach Berlin“ „Eurofighter“ usw. auf.

Schätzungen im Milliardenbereich fielen allerdings überwiegend recht „chaotisch“ aus. So wurde zum Beispiel der Bundeshaushalt zwischen 10 Milliarden Mark und 50 Milliarden Mark geschätzt (tatsächlich ca. 450 Milliarden Mark)!

4.5. Interpretation der Ergebnisse:

Es scheint nach entsprechender Sensibilisierung doch ein Differenzierungsvermögen vorzuliegen

Es werden möglicherweise soziale Schemata, die als Kategorien fungieren zur Strukturierung der erlebten Realität genutzt.

Es kristallisierten sich hauptsächlich drei kognitive Schemata heraus:

- Wirtschaft
- Politik
- privater Bereich

Die Rolle von Urteilsheuristiken bei Finanzentscheidungen

Gliederung des Themas:

1. Einführung, Definitionen: Urteilsheuristik, Urteilsfehler, Urteilsverzerrung
2. Verankerungs- und Anpassungsheuristik
3. Verfügbarkeitsheuristik
 - 3.1. Erfahrungsbedingte Verfügbarkeit
 - 3.2. Gedächtnisbedingte Verfügbarkeit
 - 3.3. Einbildungskraftbedingte Verfügbarkeit
4. Schlussdiskussion
5. Fragen zur Vorbereitung auf die Diplomprüfung

1. Einführung

Vor allem in der Sozialpsychologie wurden schon eingehende Forschungen zum Thema "Urteilsheuristiken" gemacht. Auch in der Finanzpsychologie sind diese Heuristiken interessant, weil sie uns bei Entscheidungen beeinflussen.

Doch zunächst möchten wir einmal definieren, was eine **Heuristik** überhaupt ist.

Unter einer Heuristik versteht man eine einfache Urteilsstrategie, die der Mensch bei unsicheren Entscheidungen anwendet. Er kann mit nur geringem kognitiven Aufwand in kurzer Zeit auch bei komplexen Problemen zu annähernd richtigen Urteilen und Entscheidungen kommen.

Ein Mensch steht also vor einer Entscheidung, die in gewisser Weise unsicher ist. Für diese Entscheidung verwendet er Strategien, die wir Heuristik nennen. Die Frage, die sich daraus ergibt: Was macht eine Entscheidung zur unsicheren Entscheidung? Hier gibt es zwei Möglichkeiten. Entweder es herrscht ein Informationsmangel, d.h. man hat zu wenige Informationen, um über etwas entscheiden zu können. Oder es ist zu viel Information über ein Thema vorhanden, so dass gar nicht alle verarbeitet werden können (Informationsüberfluss).

Eine weitere interessante Fragestellung untersucht, warum wir überhaupt eine Heuristik anwenden. Die Erklärung dazu ergibt sich aus der Definition von Heuristik.

...mit nur geringem kognitiven Aufwand...

Dies bedeutet, dass die Strategien häufig angewendet werden und daher schon eine Art „Routine“ sind. Außerdem werden sie nicht bewusst angewendet und somit werden auch keine externen Hilfsmittel wie Statistiken oder andere Datenquellen herangezogen. Weiterhin muss man keine komplizierten Berechnungen durchführen. Also eine Strategie, die Gedächtnisressourcen spart.

...in kurzer Zeit...

Dies erschließt sich aus dem geringen kognitiven Aufwand. Muss man wenig über eine Sache nachdenken, so kommt man einfach schneller zum Ziel.

...bei komplexen Problemen...

Der Mensch verwendet die Urteilsheuristiken eben, damit er bei schwierigen Entscheidungen entlastet wird.

...zu annähernd richtigen Urteilen...

Wenn dies nicht der Fall wäre, dann wäre die Strategie im Verlaufe der Evolution wohl schon ausgestorben und hätte sich nicht über lange Zeit erhalten.

Urteilsfehler

Neben dem Begriff der Urteilsheuristik ist der **Begriff des Urteilsfehlers** zu erwähnen und abzugrenzen.

Von einem Urteilsfehler spricht man dann, wenn das abgegebene Urteil einer Person im Widerspruch zu einem allgemein anerkannten normativen Urteilsmodell steht.

Die Urteilsheuristik ist also eine Strategie, um ein Urteil zu finden und beim Urteilsfehler ist dieses Urteil bereits abgegeben, aber falsch, was durch eine logische Beweisführung demonstriert werden kann.

Als anschauliches Beispiel für einen Urteilsfehler sei das „Vier-Karten-Problem“ von Wason (1968) genannt. Ein Proband hatte vier Karten vor sich, die jeweils auf der einen Seite mit einem Buchstaben und auf der gegenüberliegenden Seite mit einer Zahl bedruckt waren.

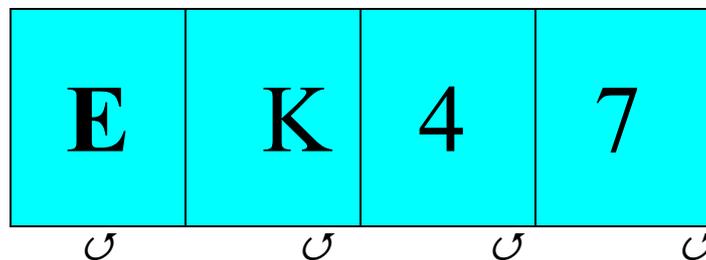


Abb. 1: Die Kartenanordnung im 4-Karten-Versuch von Wason (1968)

Die Aufgabe der Versuchspersonen war es nun, die Gültigkeit der folgenden Regel zu prüfen:

„Wenn eine Karte auf der einen Seite einen Vokal hat, dann hat sie auf der anderen Seite eine gerade Zahl.“

Jetzt sollten die Probanden die Karten (und nur die) nennen, die umgedreht werden müssen, um festzustellen, ob die Regel zutrifft oder nicht.

Im Originalversuch antworteten nur ca. 10% der Vpn richtig, nämlich die Karten E und 7. Die Karte E ist informativ, weil auf der Rückseite der Karte eine gerade Zahl stehen muss, damit die Regel bestätigt werden kann. Auch die Karte mit der 7 ist informativ, weil die Regel falsifiziert wäre, wenn auf der anderen Seite ein Vokal wäre. Die Karten K und 4 sind dagegen nicht informativ, weil die Regel nichts darüber aussagt, was hinter einem Konsonanten (K) stehen muss bzw. die Regel nicht verbietet, dass hinter einem Konsonanten eine gerade Zahl stehen darf.

Es handelt sich bei diesem Versuch also um einen Urteilsfehler, da das abgegebene Urteil falsch ist, was durch logische Beweisführung bewiesen werden kann. Dieses 4-Karten-Problem ist ein Beispiel von vielen dafür, dass Menschen beim Prüfen von Hypothesen dazu neigen, vornehmlich nach Hypothesen-bestätigenden Informationen zu suchen und Hypothesen-falsifizierende Informationen zu vernachlässigen.

Urteilsverzerrung

Neben den Begriffen Urteilsheuristik und Urteilsfehler möchte ich noch einen dritten Begriff einführend definieren: den Begriff der **Urteilsverzerrung**. Bei der Urteilsverzerrung gibt eine Person auch ein Urteil ab, das aber durch irgendeinen Einfluss in eine andere Richtung gelenkt wird, also verzerrt wird. Im Unterschied zum Urteilsfehler kann man aber hier nicht mit Sicherheit sagen, dass das Urteil falsch ist, weil man keine, bzw. noch keine eindeutige Lösung kennt. Wenn in einer kleinen Aufgabe bspw. beantwortet werden müsste, welchen Kursstand die Aktie von T-Online am Ende des Jahres hat, so kann man zu dem Zeitpunkt der Urteilsabgabe keine eindeutige Lösung angeben. Man kann also im Falle einer Beeinflussung nicht von einem Fehler sprechen, sondern nur sagen, dass das Urteil verzerrt ist.

Um die Einleitung abzurunden kann man sagen, dass sich die Beschäftigung mit dem Thema „Urteilsheuristiken bei finanziellen Entscheidungen“ lohnt, weil trotz der Qualität der Heuristiken es doch zu Fehlentscheidungen kommen kann (vgl. Urteilsfehler und Urteilsverzerrungen), was schließlich einen negativen Einfluss auf die Person haben kann, die ein Urteil abgibt bzw. auf die Person, für die ein Urteil abgegeben wird. Und wo Menschen diese Anfälligkeit kennen, werden sie natürlich auch versuchen zu manipulieren und andere Menschen beeinflussen wollen.

2. Verankerungs- und Anpassungsheuristik

Dieser Abschnitt beschäftigt sich mit einer speziellen Heuristik: der **Verankerungs- und Anpassungsheuristik**. Man spricht von einer solchen Heuristik, wenn das Urteil einer Person durch die Vorgabe eines Wertes („Anker“) beeinflusst wird. Es macht z.B. einen Unterschied, ob ich den Dollarkurs am Ende des Jahres mit oder ohne Anker schätzen lasse und wenn ich einen Anker verwende, ob dieser hoch oder niedrig ist.

<i>Ohne Anker</i>	<i>Niedriger Anker</i>	<i>Hoher Anker</i>
„Schätze den Stand des Dollarkurses am 31.12.2001“	„Ist der Kurs des Dollars am 31.12.2001 über oder unter 2,10 DM? Gib einen konkreten Schätzwert an!“	„Ist der Kurs des Dollars am 31.12.2001 über oder unter 2,30 DM? Gib einen konkreten Schätzwert an!“

Abb. 2: Fragestellung mit drei unterschiedlichen Ausgangslagen

Beim Setzen eines Ankers gibt es zwei verschiedene Möglichkeiten: entweder man gibt direkt von außen (explizit) eine Zahl vor oder man erreicht dies durch implizite Verankerung in Form von Priming.

Das Interessante an dieser Verankerungs- und Anpassungsheuristik ist die Tatsache, dass sie eine enorme Wirkung hat. Sie funktioniert selbst bei willkürlich gesetztem Anker. Man hat Vpn durch einen Zufallsprozess einen Ankerwert zugeteilt (was die Vpn auch wussten) und trotzdem hatte der Anker einen Einfluss. Außerdem tritt der Ankereffekt auch dann auf, wenn der Wert des Ankers extrem hoch oder niedrig ist, also auch sehr unplausibel ist. Weiterhin werden nicht nur die Laien, sondern auch die Experten von dieser Heuristik beeinflusst. Und man kann ausschließen, dass Motivation eine Rolle spielt. Studenten haben sich trotz einer hohen Belohnung, die sie im Falle eines richtig eingeschätzten Wertes bekommen hätten, vom Anker beeinflussen lassen. Der letzte Punkt, der die enorme Power dieser Regel zeigt, ist die Tatsache, dass es auch funktioniert, durch Priming einen Ankereffekt zu erzeugen.

Und dadurch kommen wir nahtlos zu den praktischen Anwendungen, in der die Verankerungs- und Anpassungsheuristik eine Rolle spielt.

Durch die Primingmethode ist es natürlich möglich, bei wirtschaftlichen Kenngrößen einen Anker zu erzeugen. Ich denke hier vor allem an Medien wie Fernsehen, Radio, Zeitung oder auch das Internet. Diese Medien gehen tagtäglich mit wirtschaftlichen Kenngrößen um und somit könnte hier wohl auch sehr einfach **manipuliert** werden.

Eine weitere praktische Anwendung dieser Heuristik ist die **Verschätzung der Wahrscheinlichkeit von komplexen Ereignissen**. Bei vielen Entscheidungen im finanziellen Bereich ist es so, dass nicht die ungefähre Abschätzung der Wahrscheinlichkeit reicht, sondern eine genaue Einschätzung der Wahrscheinlichkeit von mehreren Ereignissen nötig ist. Wenn ich z.B. ein Haus bauen möchte und dazu einen Finanzierungsplan erstellen will, so muss ich abschätzen, wie sich die Zinsen in den nächsten Jahren entwickeln, dass die Mieteinnahmen nicht unter ein bestimmtes Niveau fallen und auch dass das Einkommen in der nächsten Zeit nicht plötzlich ausfällt (bspw. durch Arbeitslosigkeit). Versuche haben ergeben, dass Menschen dazu neigen, die Wahrscheinlichkeit von konjunktiv verknüpften Ereignissen systematisch zu überschätzen und die Wahrscheinlichkeit disjunktiv verknüpfter Ereignisse systematisch zu unterschätzen. Dieser Effekt ruht eben auf der Verankerungs- und Anpassungsheuristik. Bei der Entscheidung werden die einzelnen Ereignisse überlegt und wenn ein Ereignis für sich recht wahrscheinlich ist, dann dient dies als Anker und führt so zu einer Überschätzung der Wahrscheinlichkeit.

Für das Beispiel Hausbau etwas deutlicher: Wenn jemand ein Haus baut, muss er die oben schon erwähnten Entscheidungen abwägen, um sicher zu gehen, dass er nicht in finanzielle Nöte gelangt. Er geht dabei jedes Ereignis durch (Zinsentwicklung, Mieteinnahmen, Arbeitsstelle,...). Das erste Ereignis, das er für sich betrachtet, ist für sich gesehen ziemlich wahrscheinlich und dient als Anker, so dass die Wahrscheinlichkeit für das ganze Ereignis (Zinsentwicklung günstig **und** Mieteinnahmen sinken nicht **und** Arbeitsstelle bleibt erhalten **und**...= konjunktive Verknüpfung) überschätzt wird. Diese Überschätzung der Wahrscheinlichkeiten führt dann dazu, dass eine finanzielle Entscheidung eher und einfacher getroffen wird, und eventuell manchmal auch fälschlicherweise, d.h. im Nachhinein stellt sich diese Fehleinschätzung heraus und man hätte besser doch nicht investieren sollen.

Und die dritte Konsequenz für die Praxis ist die **übersteigerte Urteilssicherheit**, was auch als „overconfidence“ bekannt ist. Soll eine Person eine unbekannte Größe schätzen, dann stuft sie ihre Entscheidung allgemein als sicherer ein, als sie tatsächlich ist. Dies lässt sich auch mit der Verankerungs- und Anpassungsheuristik erklären. Macht eine Person eine Schätzung, so spielt sie verschiedene Werte mental durch und überprüft diese Werte auf Plausibilität. Der Wert mit der größten Plausibilität dient als Ankerwert für die nachträgliche Schätzung, die dadurch als sicherer eingestuft wird. Interessant ist, dass dieser Effekt auch noch stärker bei Experten zu beobachten ist als bei Laien. Die Laien sind sich in ihrem Urteil deutlich unsicherer und haben deshalb größere Vertrauensintervalle bei ihren Schätzungen.

Also kommen eher die Börsenspezialisten durch Fehleinschätzungen zu Fehlinvestitionen.

3. Verfügbarkeitsheuristik

Die Verfügbarkeitsheuristik wird angewandt beim Schätzen von Häufigkeiten, Wahrscheinlichkeiten und Klassengrößen. Dabei nimmt der Urteilende an, er besäße Wissen über eine für die wahre Häufigkeit (Wahrscheinlichkeit oder Klassengröße) repräsentative Stichprobe und sucht nun nach Beispielen, die ihm die Schätzung erleichtern. Z.B. Um die Scheidungsrate abzuschätzen wird der Urteiler versuchen sich an Ehepaare zu erinnern, die geschieden wurden. Je leichter ihm geschiedene Paare einfallen umso höher wird er die Scheidungsrate letztendlich schätzen. Er muss dabei aber nicht einmal einen konkreten Fall eines geschiedenen Ehepaares abrufen, sondern nur die Leichtigkeit messen mit der ihm entsprechende Beispiele einfallen. Damit kehrt die Verfügbarkeitsheuristik eine der ältesten Regeln des Lernens / Gedächtnisses um: „Ereignisse, die oft wiederholt werden - eine hohe relative Häufigkeit, hohe Auftretenswahrscheinlichkeit oder viele Mitglieder in ihrer Gruppe haben - werden besser erinnert als seltener“ und macht daraus: „Wenn etwas leicht erinnert werden kann dann ist es wohl sehr wahrscheinlich oder die Klasse hat relativ viele Elemente.“ Diese Strategie führt auch häufig zu richtigen Ergebnissen (sonst hätte sie nicht so lange überlebt) aber wird doch von einigen Faktoren beeinflusst, die nicht selten eine Urteilsverzerrung verursachen. Ein paar dieser Faktoren wird nun im folgenden besprochen.

3.1. Erfahrungsbedingte Verfügbarkeit

Angenommen eine Studie soll herausfinden, wie hoch die Arbeitslosigkeit geschätzt wird.

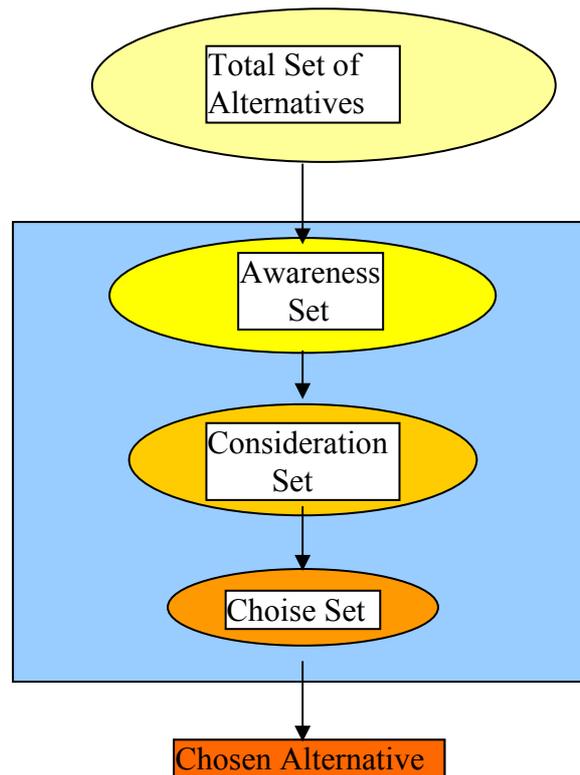
Als erster wird ein Arbeitsloser befragt, der vielleicht gerade vom Arbeitsamt kommt (und dort ganze Gänge voller Arbeitsloser gesehen hat), in einer Selbsthilfegruppe „Arbeitslosigkeit“ Mitglied ist oder sich für den nächsten Tag mit Leidensgenossen zu einer Kundgebung verabredet hat. Als nächstes wird ein Arbeitnehmer befragt, der vielleicht in einer Werksmannschaft Sport macht, oder zum Kollegenstammtisch geht. Am Ende wird man zwei sehr unterschiedliche Werte für die geschätzte Arbeitslosigkeit in Händen halten (vorausgesetzt keiner der beiden verfügt über Fachwissen/Statistiken).

Ursache hierfür sind die aufgrund der individuellen Erfahrungen unterschiedlichen Stichproben der beiden Befragten. Nur wenn die objektive Wahrscheinlichkeit mit der subjektiven - aus der eigenen Stichprobe gewonnenen - übereinstimmt ist das abgegebene Urteil richtig. Eine Urteilsverzerrung kommt also immer dann zustande, wenn der Urteilende sich des systematischen Stichprobenfehlers nicht bewusst ist und ihn somit nicht berücksichtigen oder korrigieren kann.

Im Kontext des Finanzverhaltens hat die erfahrungsbedingte Verfügbarkeit sicherlich Einfluss auf die Einschätzung der Häufigkeit des eigenen Anlageverhaltens. Je homogener die Bezugsgruppe hinsichtlich des sozialen Milieus ist, umso häufiger wird das eigene Anlage-/Verschuldungsverhalten dort beobachtet, was zu einer Stabilisierung des eigenen Verhaltens führt.

Ebenso lassen sich eine ausgeprägte Sicherheitsorientierung in der Vorkriegsgeneration und eine höhere Risikobereitschaft der Nachkriegsgeneration erklären. Auch die unterschiedliche Risikobereitschaft der ganz jungen und der etwas älteren Generation von Aktienanlegern ist hiermit zu erklären: Wer das Börsengeschehen erst seit Ende der 80er Jahre beobachtet hat, dem fehlen - bis auf jüngste Entwicklungen (die auch ihre Auswirkungen zeigen) - weitestgehend eigene Erfahrungen mit Stagnationen, Kursrückgängen und Börsencrashes.

Auch die Auswahl einer passenden Anlagealternative aus der Fülle der auf dem Markt vorhandenen wird von der erfahrungsbedingten Verfügbarkeit entscheidend mit beeinflusst:



vgl. Kotler (1997).

So nehmen Individuen gar nicht die ganze Menge an Alternativen (Total Set of Alternatives) wahr. Sie umfasst mehrere tausend verschiedene Anlagealternativen. Nur ein kleiner Bruchteil, überwindet tatsächlich die Wahrnehmungsschwelle und erreicht das Awareness Set. Ziel aller Werbung und Beratung ist es speziellen Produkten das Vordringen in das Awareness Set zu ermöglichen. Wiederum ein Großteil der Produkte entspricht nicht den (oft unartikulierten) Wünschen des Verbrauchers hinsichtlich Risiko, Rendite, Liquidität und Einfachheit und wird aussortiert. Die resultierende Produktgruppe stellt das Consideration Set. Hierüber werden durch weitere Beratung, Broschüren oder Werbung detailliertere Information eingeholt. Wodurch die Alternativenanzahl weiter eingeschränkt wird. Schließlich gelangen wenige der ursprünglichen Alternativen in den Choise Set. Nun werden die verbliebenen Produkte gegeneinander abgewogen und das (oder die) Produkt(e), das die meisten persönlichen Kriterien erfüllt wird ausgewählt. Natürlich ist diese Reihenfolge nicht zwingend. So wird oft die Stufe des Awareness Set und des Consideration Set übersprungen. Im Falle einer habituellen Kaufentscheidung wird sogar gleich zur Chosen Alternative übergegangen. Erfahrungsbedingte Verfügbarkeit schlägt sich vor Allem im Awareness Set und Consideration Set nieder. So besteht auch die Möglichkeit, dass eigentlich den Bedürfnissen entsprechende Produkte durchaus im Awareness Set sind, aber Mangels Kenntnis nicht in das Consideration Set vordringen. Bsp. : Ein eher konservativer Anleger sucht nach einer langfristigen Geldanlage ohne Risiko. Aktien kommen für ihn nicht in Frage, da sie mit dem Attribut „risikoreich“ behaftet sind. Allerdings sind Aktienfonds langfristig die optimale Lösung, noch besser als festverzinsliche Wertpapiere.

3.2. Gedächtnisbedingte Verfügbarkeit

Selbst wenn zwei schätzende Personen die gleiche Erfahrungs- / Wissensbasis besitzen, so wird diese Information nicht bei beiden gleich abgespeichert. Folgendes Beispiel:

Wird ein Bayer gebeten zu schätzen wie viele seiner Landsleute aus den Sparten Sport, Showbusiness, Politik und Wirtschaft es zu nationaler Prominenz gebracht haben, so schätzt er eine höhere Zahl als z.B. ein Bewohner Baden-Württembergs, der wiederum seine eigenen Landsleute stärker einschätzen wird als der Bayer.

Jedem fällt es leichter sich an eigene Landsleute zu erinnern, als an die des Konkurrenten. Das liegt nun nicht unbedingt an verschiedenen Stichproben – die Berichterstattung ist bis auf regionale Meldungen als gleich einzustufen – sondern eher an unterschiedlicher Repräsentation in den Gedächtnissen. Bei Berichterstattungen werden beide Befragten ihren eigenen Landsleuten größere *Aufmerksamkeit* schenken und sie damit später besser erinnern können. Auch *Salienz* (Auffälligkeit) spielt hier eine Rolle. Weitere die Effektivität der Abspeicherung beeinflussende Faktoren sind *Vertrautheit*, *Lebhaftigkeit* und *räumliche und zeitliche Nähe*.

Beispiele hierzu aus der Finanzwelt:

Im Normalfall empfinden Verbraucher Finanzprodukte als eher abstrakt. Wichtigste Aufgabe der Werbung in dieser Branche ist es daher die Produkte oder Unternehmen möglichst lebendig, konkret, vertraut und direkt erfahrbar erscheinen zu lassen. Alle Fernsehspots zu „Wir machen den Weg frei...“ basieren auf diesem Gedanken. Ebenso der immense Werbeaufwand der Deutschen Telekom vor ihrem Börsengang 1996.

Auch ein Experiment von Stephan (1993) zum Einfluss der Vertrautheit der Namen von Aktiengesellschaften auf die Erinnerung an einen Börsenbericht kann hier genannt werden. In dem Experiment wurde ein fiktiver Börsenbericht verlesen mit insgesamt 51 Aktiengesellschaften, wovon den Versuchsteilnehmern 25 mehr und 26 weniger vertraut waren. Der Börsenbericht wurde nun in zwei Fassungen vorgelesen. Einmal machten am Ende des Börsentages 25 AGs Gewinn und 26 Verlust (Version 1) und in der anderen Fassung (Version 2) machten 26 AGs Gewinn und 25 Verlust. In Version 1 waren die Gewinner (insgesamt in der Minderheit) so aufgeteilt, dass zwei Drittel der bekannten Unternehmen Gewinn gemacht hatten und ein Drittel Verlust (17:8); und bei den unbekanntem Unternehmen genau umgekehrt (8:18). In der Version 2 waren die Gewinner (insgesamt in der Mehrheit) so aufgeteilt, dass unter den bekannten Unternehmen nur ein Drittel Gewinn gemacht hatten und zwei Drittel Verlust (8:17), und bei den unbekanntem Unternehmen wieder genau umgekehrt (18:8). D.h. die unbekanntem Unternehmen wurden jeweils in Richtung des Börsentrends aufgeteilt, die bekannten Unternehmen aber genau umgekehrt. Ergebnis: Die Probanden erinnerten sich besser an die ihnen bekannten Unternehmen und schätzen den allgemeinen Börsentrend in Version 1 zu 67% und in Version 2 zu 61% falsch ein.

3.3. *Einbildungskraftbedingte Verfügbarkeit*

Auch hier wieder ein Beispiel zum Einstieg:

Ein Vorgesetzter (besser kein ausgebildeter Statistiker) soll schätzen wie viele Teams aus zwei Personen er aus seiner 10-köpfigen Mannschaft formen kann. Außerdem soll er noch schätzen wie viele Teams mit 8 Personen er bilden kann. In früheren Befunden wurde die Anzahl der 2-Personen-Teams auf ca. 70, die der 8-Personen Teams auf ca. 20 geschätzt. Tatsächlich ist die Zahl der Variationsmöglichkeiten natürlich gleich. Woher also diese große Differenz?

Die Leichtigkeit, mit der sich die Teams mental konstruieren lassen ist verantwortlich für diese Urteilsverzerrung. Aus 10 Personen lassen sich direkt fünf überschneidungsfreie 2-Personen-Teams vorstellen / konstruieren. Aber noch nicht einmal zwei überschneidungsfreie 8-Personen-Teams. Es werden also zum Abschätzen Szenarios mental konstruiert und die Leichtigkeit mit der das geschieht dient als Indikator für die mögliche Anzahl / Größe oder Wahrscheinlichkeit.

Urteilsverzerrungen durch einbildungskraftbedingte Verfügbarkeit kommen unter anderem zustande weil die Eintreffenswahrscheinlichkeit singulärer Ereignisse überschätzt wird. Angenommen die Schätzung soll erfolgen über die Wahrscheinlichkeit, dass der DAX unter

5000 Punkte fällt. Wird hier die einbildungskraftbedingte Verfügbarkeitsheuristik angewandt, so beginnt der Schätzer Szenarien zu konstruieren infolge derer der DAX so rapide abstürzen könnte. Solche Szenarien gibt es viele (amerikanische Notenbank oder europäische Zentralbank heben die Zinsen, schlechte Vorgaben aus den internationalen Märkten, schlechte Umsatzzahlen ganzer Branchen, Wachstumsratenkorrektur...) je leichter dem Schätzer solche Szenarien einfallen, für umso wahrscheinlicher wird er das Ereignis halten. Nun muss aber entweder eines der oben genannten Szenarien übernormal stark ausfallen (sehr unwahrscheinlich) oder es müssen mehrere dieser Ereignisse zeitlich zusammenfallen (auch unwahrscheinlich) um einen so starken Einbruch des DAX zu verursachen. Eben diese Wahrscheinlichkeit für Ereigniskonjunktionen wird aber normalerweise stark überschätzt, was eine Urteilsverzerrung zur Folge hat. Ein anderer Grund für eine verzerrte Szenariokonstruktion ist die erhöhte subjektive Plausibilität für Szenarien mit besonders dramatischen Ereignissen. Erklärt werden kann dieses Phänomen eventuell durch erhöhte Salienz und/oder Aufmerksamkeit und damit verbesserte gedächtnisbedingte Verfügbarkeit besonders dramatischer Ereignisse.

Im Kontext des Finanzverhaltens wurden Szenariokonstruktionen bisher kaum untersucht, allerdings gibt es eine Reihe Untersuchungen zu „differentiellen“ Aspekten der Szenariokonstruktion. D.h. für bestimmte Finanzprodukte lassen sich leichter Szenarien zu einer positiven oder negativen Kursänderung konstruieren als für andere. Dies führt dazu, dass manche Aktien auch in den Portfolios der professionellen Anleger bedenklich überrepräsentiert sind. So haben Amerikaner zum Beispiel eine ausgeprägte Vorliebe für regionale Telefongesellschaften, professionelle Investoren legen überwiegend ihr Geld in nationalen und noch mal stärker in regionalen Titeln an und manche Anleger investieren bis zu 42% ihres angesparten Vermögens in Aktien des eigenen Arbeitgebers. So hilfreich dieses letzte Beispiel für die Motivation sein mag, so stellt es doch eine unangemessene Risikoakkumulation dar. Die Fokussierung auf bevorzugte Titel geht manchmal so weit, dass sie als weniger riskante Geldanlage als ein breitgestreuter Aktienfond eingestuft werden. Die Gründe für die vereinfachte Szenariokonstruktion für eben solche Titel liegen wieder in der kognitiven Verfügbarkeit: Es lassen sich weit mehr Konstruktionen erstellen für bekannte und räumlich nahe Aktiengesellschaften (bzw. für den Kursverlauf ihrer Aktien) als für weniger bekannte und weiter entfernte.

4. Zusammenfassung

Die in diesem Text behandelten Urteilsheuristiken können als Ergänzung und Spezifizierung des Konzepts der „begrenzten Rationalität“ von Herbert Simon angesehen werden. Dieses Konzept schafft ein realistischeres Menschenbild indem es im Gegensatz zum „Modell des ökonomischen Akteurs“ der Tatsache Rechnung trägt, dass der Mensch nur über begrenztes Wahrnehmungsvermögen, begrenzte Gedächtnis- und Informationsverarbeitungskapazität verfügt.

Am Beispiel der Verankerungs- und Anpassungsheuristik wurde klar, dass Schätzungen von irrelevanten Ankerpunkten in deren Richtung abgelenkt werden. Dies trifft auch zu, wenn kein sachlogischer (implizite Verankerung) oder zeitlicher (explizite Verankerung) Bezug zwischen Anker und Schätzung besteht und wenn die Willkürlichkeit der Ankerwahl explizit herausgestellt wurde. Ferner wurde deutlich, dass Schwankungsbreiten häufig zu eng eingeschätzt werden und sich damit eine übersteigerte Urteilsicherheit manifestiert.

Das Modell der kognitiven Verfügbarkeit wird häufig angewandt bei der Schätzung von Klassengrößen, Wahrscheinlichkeiten und Häufigkeiten. Die Verfügbarkeit hängt von einer Reihe von Faktoren ab: Die eigene Erfahrung kann nicht-repräsentative Stichproben darstellen; Aufmerksamkeit, Salienz, Lebhaftigkeit, Vertrautheit und räumliche sowie zeitliche Nähe führen zu verzerrter Repräsentation im Gedächtnis und schließlich wird die

subjektive Wahrscheinlichkeit künftiger Ereignisse davon beeinflusst, wie leicht entsprechende Szenarien mental konstruiert werden können.

Weitere Befunde stellen sich wie folgt dar:

Die Abweichung des Schätzurteile von den Rationalitätspostulaten der Ökonomie lassen sich nicht mit fehlenden oder unzureichenden Anreizen erklären. Auch hohe Geldanreize konnten die Urteile nicht entscheidend verbessern. Dies spricht für den hohen Grad an Automtizität und die damit einhergehende geringe Kontrollierbarkeit von Heuristiken.

Ein weiterer Hinweis auf die starke automatische Komponente ist der Befund, dass Urteilsverzerrungen nicht nur bei Laien auftreten, sondern auch bei Experten. Der Expertisegrad der Probanden spielt also keine Rolle.

Die bisher immer bemängelte fehlende ökologische Validität bei Untersuchungen zu Urteilsverzerrungen durch Heuristiken wurde hier durch eine ganze Reihe praxisnaher Funde aufgezeigt. Taxierung von Häusern durch Immobilienmakler im ersten Teil des Textes, Werbekampagne der Deutschen Telekom und ihr Erfolg, Überrepräsentation der regionalen Telefonanbieter in amerikanischen Aktienportfolios und letztlich noch die übermäßige Konzentration auf Aktien des eigenen Arbeitgebers seien hier zu nennen.

5. Fragen zur Vorbereitung auf die Diplomprüfung

- Was sind Urteilsheuristiken und welche sind in der Finanzpsychologie relevant ?
- Definiere die Begriffe Urteilsfehler/Urteilsverzerrung.
- Was ist mit expliziter/impliziter Verankerung gemeint?
- Wodurch wird die kognitive Verfügbarkeit bedingt?
- Warum wurde in den letzten Jahren die Forschung im Bereich der Urteilsheuristiken auch auf die Finanzpsychologie ausgeweitet?

Alle Fragen sind mit den Informationen des Textes beantwortbar. Viel Spaß !

Thema: Motivation und Risikoneigung privater Geldanleger

Gliederung des Themas:

0. Fragestellung
1. Aktienanlage: Diskrepanz zwischen Empfehlung und Verhalten
2. Psychologische Erklärung des Anlegerverhaltens
3. Renditestreben
 - 3.1 Referenzpunkt
 - 3.2 Gewinn- und Verlustwartung
4. Selbstwert und Leistungsmotivation
5. Reizsuche und Reizmeidung
 - 5.1 Aktivierungstheorie
 - 5.2 Einfluss der Persönlichkeit und der Situation auf das Aktivierungsniveau
 - 5.3 Risikolust oder Risikomeidung?
6. Weitere Einflussfaktoren
 - 6.1 Einfluss von Normen
 - 6.2 Einfluss der Anlageberatung
 - 6.3 Drang zur Bequemlichkeit
7. Vereinfachte Entscheidungen
8. Von der Einstellung zum Verhalten
 - 8.1 Willensstärke
 - 8.2 Der „Kalte Füße“ - Effekt
9. Zusammenfassung

0. Fragestellung

Zum Thema Motivation und Risikoneigung privater Geldanleger stellen sich im wesentlichen drei Fragen. Zum einen, was Personen dazu bringt an der Börse zu investieren. Zum zweiten, was die Mehrheit der Bevölkerung in Deutschland davon abhält in Aktien zu investieren. Und drittens, was die beiden vorherrschenden Anlagestile Kontrollüberschätzung und Risikoscheu unterscheidet. Anleger der ersten Gruppe stellen eine Minderheit dar, die vor allem aus Profis besteht und meinen durch gute Strategien großen Einfluss auf Gewinn und Verlust zu haben (vgl. Operante Konditionierung von Skinners Tauben). Die Mehrheit der Anleger jedoch meidet die Börse komplett aus Angst vor dem Risiko.

1. Aktienanlage: Diskrepanz zwischen Empfehlung und Verhalten

Das Gebiet der Aktienanlage lässt sich grob durch eine enorme Diskrepanz zwischen vernunftbasierten Empfehlungen und tatsächlichem Verhalten der Anleger kennzeichnen. Aus rationaler Sicht sollten je nach zur Verfügung stehendem Geldbetrag, Zinsniveau und Präferenzen des Anlegers 20-60% des Privatvermögens in Aktien angelegt werden. Weiterhin ist eine ausreichende Streuung der erworbenen Werte zu empfehlen um den Risikograd der Investition zu mindern. Zudem sind laut mehrerer Studien Aktien langfristig trotz ihres Risikos als die rentabelste Anlageform zu sehen. Häufig wird das mit Aktien verbundene

Risiko überschätzt, so sind zum Beispiel Aktien als sachwertbezogene Anlagen weniger inflationsgefährdet als geldwertbezogene Anlageformen.

Auf der Verhaltensseite dagegen zeigt sich ein ganz anderes Bild. Nur ein geringer Teil des Privatvermögens wird in Aktien investiert (1996:6%). Die gekauften Werte weisen eine zu geringe Diversifikation auf, sowohl geographisch als auch branchenbezogen. Der Erfolg der getätigten Anlage wird nicht auf den gesamten Portfolio bezogen, sondern die einzelnen Werte werden isoliert betrachtet (mental counting). Insgesamt wird der Wert Sicherheit von den Deutschen überbewertet: 2/3 sind nicht bereit in risikoreiche Anlageformen zu investieren, 1/3 zeigt sich zwar aufgeschlossen, dennoch investierten letztendlich nur 7-14% der Haushalte in Aktien.

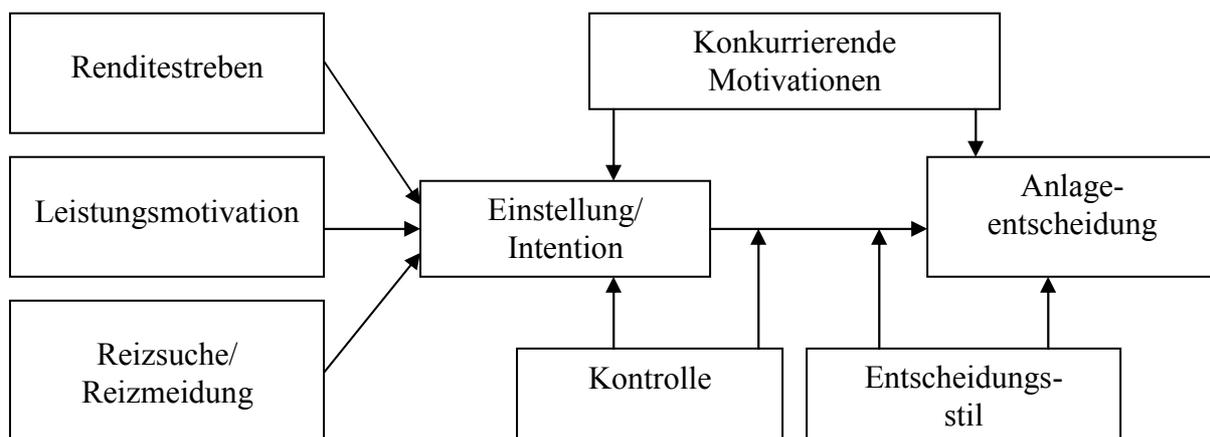
Festzuhalten bleibt also die großen Unterschiede zwischen rationalen Empfehlungen und Verhalten in bezug auf Aktien. Die breite Masse ist nicht an der Börse vertreten und die vorhandenen Privatanleger entsprechen meist nicht dem Bild des Idealanlegers (zu geringe Streuung, zu lange Haltezeiten...)

Durch Faktoren wie Alter, Lebenssituation, Geschlecht lässt sich nicht erklären, wer überhaupt in Aktien investiert. Eine geringe Erklärungsmöglichkeit bieten Bildungsstand und Einkommen: Je höher beide sind, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit Aktien zu kaufen. Entscheidend sind jedoch psychologische Erklärungsvariablen wie Einstellung und Mentalität der Anleger.

2. Psychologische Erklärung des Anlegerverhaltens

Bisherige psychologische Modelle zur Erklärung des Anlegerverhaltens ziehen meist nur einen Vergleich zwischen zu erwartender Rendite und eingegangenem Risiko. Dieser Erklärungsversuch des Anlegerverhaltens ist jedoch zu einfach und weist nur eine geringe Vorhersagekraft auf. Um eine so komplexe Entscheidung wie die Finanzanlage zu erklären sind auch komplexere Modelle nötig, die neben Rendite und Risiko noch weitere Faktoren wie Situation, Person, Gewohnheiten, Erfahrungen miteinbeziehen. Weiterhin wäre es sinnvoll Anlegermotivation wie in anderen Motivationstheorien auch über Anreize und Erwartungen über Anreize zu erklären. Zudem sollte die Frage berücksichtigt werden, wie Motivation/Intention eigentlich in Verhalten umgesetzt wird: Ausschließlich willentlich oder spielen auch Gewohnheiten, Fähigkeiten und Situation eine Rolle? Hinweis auf letzteres bietet die bereits genannte Diskrepanz zwischen positiver Einstellung zu Aktien (1/3 aller Deutschen) und der tatsächlichen Investitionsrate (7-14% aller Deutschen).

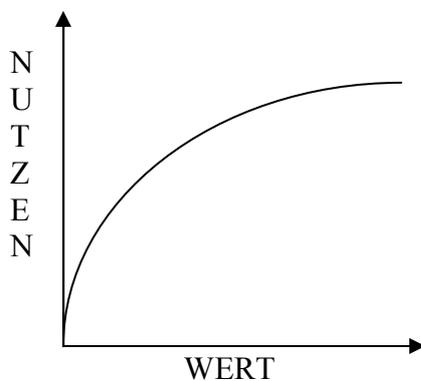
Das in der folgenden Abbildung dargestellte Modell des Risikoverhaltens in der Kapitalanlage verknüpft die wichtigsten Einflussfaktoren auf das Anlegerverhalten und soll im folgenden näher erläutert werden.



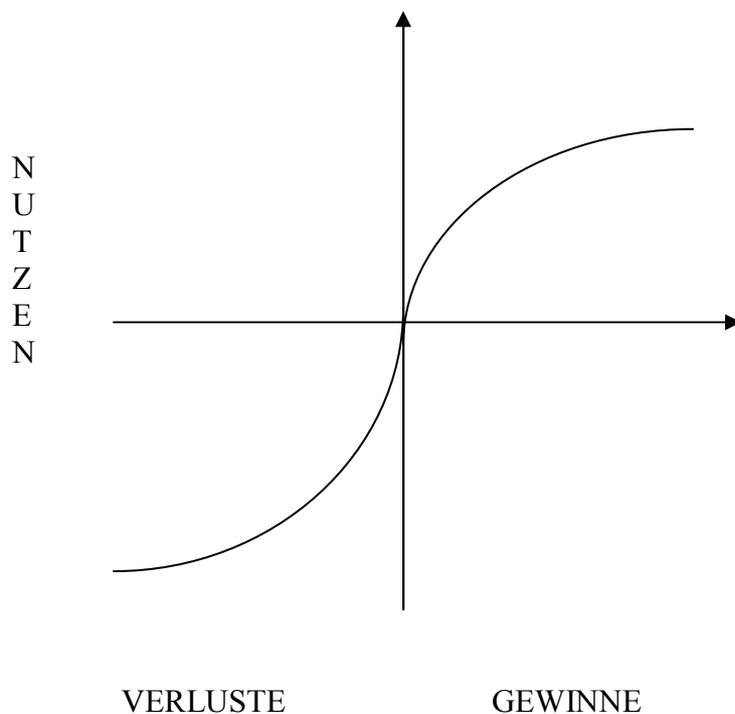
Empirische Analysen des Modells beruhen auf vier Erhebungen: Zwei Anlegerbefragungen (1992/98), eine Aktionärsbefragung (1993) und eine Studentenforschung (1992).

3. Renditestreben

In der Literatur gilt die mögliche Rendite als hauptsächlich extrinsischer Anreiz der Aktienanlage. Wichtigste theoretische Überlegung dazu in den Entscheidungstheorien ist die Nutzenkurve, die auf Bernoulli zurück geht. Sie stellt die Frage welchem Geldbetrag subjektiv welcher Nutzen beigemessen wird. Nach Bernoulli hat die Nutzenkurve einen monoton steigenden aber konkaven Verlauf, d.h. der subjektive Nutzen nimmt mit steigendem Geldbetrag zu, aber der zusätzliche Nutzen einer einzelnen Geldeinheit wird dabei immer geringer.



Eine neuere Form der Nutzenkurve mit folgendem Verlauf findet sich in der Prospekttheorie von Tversky und Kahnemann:



Subjektive Bewertungen beziehen sich nach dieser Theorie nicht auf einen absoluten Betrag (Gesamtvermögen) sondern auf Änderungen von einem Referenzpunkt aus. Sowohl im

Gewinn- als auch im Verlustbereich kommt es bei Abweichungen vom Referenzpunkt zu einem sinkenden Grenznutzen. Verluste tun mehr weh als Gewinne gleicher Höhe erfreuen, d.h. die Nutzenkurve verläuft im Verlustbereich steiler als im Gewinnbereich. Zudem trennt der Referenzpunkt zwischen Risikoaversion im Gewinnbereich und Risikobereitschaft im Verlustbereich.

3.1 Referenzpunkt und Anpassung

Der Referenzpunkt bezieht sich meist auf den Status quo, d.h. auf den eingesetzten Betrag, kann aber auch ein anderes Vergleichsniveau beinhalten: durchschnittliche Marktentwicklung, Erwartungen, konkrete Zielvorgaben, Zinsniveau etc.. Je nach Referenzpunkt verfolgt man unterschiedlich hohe Renditeziele. Die meisten Anleger vernachlässigen Inflation und Opportunitätskosten (verpasste Rendite) und neigen so zu sicherheitsorientierten Anlagestrategien. Je höher der Referenzpunkt und damit auch der Wunsch nach höherer Rendite ist, desto risikofreudiger werden die Anleger.

Bsp.: Fall1:	Einsatz :	1000 Euro	niedriger Referenzpunkt, Vernachlässigung der
	Referenzpunkt:	1000 Euro	Inflation, d.h. sicherheitsorientierter Anlagestil
	<u>Endstand:</u>	<u>1200 Euro</u>	(Jeder Wert, der über dem Einsatz liegt erscheint
	Gewinn:	200 Euro	als Gewinn)
Fall2:	Einsatz :	1000 Euro	höherer Referenzpunkt,
	Referenzpunkt:	1100 Euro	d.h. risikoreicher Anlagestil
	<u>Endstand:</u>	<u>1200 Euro</u>	(Subjektiv beginnt die Gewinnzone hier erst ab
	Gewinn:	100 Euro	1100 Euro, d.h. mehr Risiko nötig um überhaupt
			Gewinn zu erzielen)

Da der Referenzpunkt an Vergleichsstandards angepasst wird, kommt es nie zu einer monetären Sättigung oder anders ausgedrückt je mehr man hat, desto mehr will man noch dazu gewinnen.

3.2 Gewinn- und Verlustwartung

Im Zusammenhang mit Gewinn- und Verlustwartungen stellt sich die Frage, ob Renditeerwartungen von Anlegern realistisch eingeschätzt werden. Dies kann aufgrund verschiedener Einflussfaktoren negiert werden. Zum einen werden mittlere und hohe Wahrscheinlichkeiten untergewichtet, d.h. eine Renditechance von 80% erscheint im Vergleich mit einem sicheren Gewinn wesentlich unwahrscheinlicher. Weiterhin neigen Menschen zur Überschätzung der Vorhersagbarkeit und Kontrollierbarkeit von Ereignissen (Kontrollillusion), d.h. man glaubt Ereignisse, sogar zufällige, beeinflussen zu können. Weiterhin werden im Sinne des optimistic bias positive Ereignisse für wahrscheinlicher gehalten als negative. Aufgrund mangelnder Kontrollwahrnehmung werden von manchen Anlegern Aktien generell abgewertet oder um sich vor negativen Gefühlen bei möglichem Verlust zu schützen werden im Sinne des defensiven Pessimismus Verlustwahrscheinlichkeiten überschätzt.

Diese Phänomene weisen auf die Existenz von zwei Anlegergruppen hin übermäßig optimistische, aktive Anleger auf der einen und pessimistische risikoscheue Anleger auf der anderen Seite.

Auch empirisch finden sich deutliche Belege für den vermuteten Zusammenhang zwischen Renditestreben und der Bereitschaft, Anlagerisiken einzugehen.

In einer Umfrage wurde Renditestreben von 85% der Befragten als häufigster Grund für eine Aktieninvestition genannt. Auch ließ sich zeigen, dass der postulierte Zusammenhang sowohl für Einstellung wie auch Verhalten gilt. Indirekt kann der Zusammenhang über die empfundene Stärke im Umgang mit Aktien nachgewiesen werden, je höher das Gefühl der Stärke, desto höher der Risikograd des Portfolio.

Zudem gab es in der Studentenbefragung Hinweise darauf, dass ererbtes oder anderweitig unerwartet erworbenes Geld, risikoreicher investiert wird als selbst verdientes, da dieses noch nicht in den Status quo eingeht und somit den Referenzpunkt kaum beeinflusst. Dies könnte eine höhere Risikobereitschaft bedeuten, da die Nutzenkurve im Gewinn- und Verlustbereich unterschiedliche Steigungen aufweist.

4. Selbstwert und Leistungsmotivation

Erfolg oder Misserfolg im finanziellen Bereich haben Auswirkungen auf das Selbstwertgefühl. Das Risikowahlmodell von Atkinson bietet die Möglichkeit diese zu beschreiben. Es geht davon aus, dass das Leistungsmotiv des Menschen immer dann aktiviert wird, wenn er eine Rückmeldung über seine Leistung erhält. Im Mittelpunkt der Theorie steht die Frage nach der Wahl zwischen riskanten und weniger riskanten Aufgaben. Der Leistungsanreiz einer Aufgabe ist nach Atkinson abhängig von der Schwierigkeit der Aufgabe. Ein Erfolg bedeutet umso mehr, je schwerer die Aufgabe ist, da so eine größere Aussage über die eigenen Fähigkeiten möglich ist. Umgekehrt gilt für einen Misserfolg, dass er umso unangenehmer ist, je leichter die Aufgabe war.

Multipliziert man diese Bewertungen mit ihren Wahrscheinlichkeiten, so ist bei mittleren Schwierigkeiten die Motivation eine Aufgabe anzustreben oder zu meiden am größten.

Personen, deren dominantes Motiv misserfolgsmeidung ist, werden sich für leichte oder schwere Aufgaben entscheiden, da hier kaum Aussagen über ihre Fähigkeiten möglich sind. Dominiert das Streben nach Erfolg, so werden primär mittelschwere Aufgaben gewählt, da hier am ehesten positive Schlüsse für das eigene Selbstwertgefühl gezogen werden können.

Die Theorie lässt sich auf den finanziellen Bereich übertragen, wenn man die Erzielung positiver Rendite als Erfolg ansieht. Die Erfolgswahrscheinlichkeit sinkt dann mit dem Investitionsrisiko. Da eine Erfolgswahrscheinlichkeit von unter 50% kaum vor kommt, lässt sich sagen: Je höher die Erfolgsmotivation ist, desto größer ist auch die Risikobereitschaft und je höher die Misserfolgsmotivation, desto geringer ist die Risikobereitschaft. Also sollten vor allem Menschen mit hoher Erfolgsmotivation an der Börse spekulieren. Hinweise darauf zeigten sich in der Studentenbefragung.

5. Reizsuche und Reizmeidung

Die meisten Leute sehen das Risiko einer Aktienanlage als etwas negatives an, etwas das sie lieber meiden, weil es ihnen Sorgen bereitet. Aber andere Leute wiederum suchen dieses Risiko auf, weil sie es als etwas positives bewerten. Diese unterschiedlichen Einstellungen kann man aktivierungstheoretisch erklären.

5.1 Aktivierungstheorie

Unter Aktivierung versteht man die „Erregung von neuralen und psychischen Prozessen“, das Aktivierungsniveau entspricht also dem Erregungsniveau, das sich in verschiedenen physiologischen Variablen ausdrückt (z.B. Pulsfrequenz, EEG-Wellen).

Hebb nimmt in seiner Theorie an, dass man sich am wohlsten im mittleren Aktivierungsbereich fühlt, es also dort am angenehmsten ist und man auch versucht, dort

hinzukommen. Bei Langeweile, also geringer Aktivierung suche man nach Stimulation, bei zu hoher Aktivierung meide man alles, was einen aufregen könnte.

Damit verbunden ist eben die Suche nach Risiko bzw. die Vermeidung von Risiko.

Für viele ist es außerdem ein Lustgewinn, sich kurzfristig auf einem hohen Aktivierungsniveau zu befinden, weil die anschließende Abnahme der Aktivierung als sehr wohltuend und belohnend erlebt wird.

Gerade diese Suche nach Aktivierungsspitzen scheint ein wesentliches Motiv für Risikoverhalten zu sein und kann auch ins Zwanghafte hineingehen, z.B. bei der Spielsucht.

5.2 Einfluss der Persönlichkeit und der Situation auf das Aktivierungsniveau

Das Aktivierungsniveau und damit eben auch die Suche bzw. das Meiden von Risiko hängt zum einen von der Persönlichkeit und zum anderen von dem Anregungsgrad der Lebenssituation ab.

In verschiedenen Theorien wird angenommen, dass es unterschiedliche Typen von Persönlichkeiten gibt, die jeweils ein anderes Ausmaß an äußerer Anregung benötigen, um sich gut zu fühlen.

Am bekanntesten ist dabei wohl Eysencks Persönlichkeitstheorie, die Introvertierte und Extravertierte unterscheidet, und aussagt, dass Extravertierte stärkere Aussenreize als Introvertierte für die gleiche subjektive Erlebnisintensität brauchen. Extravertierte spüren in ihrem eigenen Organismus weniger Erregung und müssen sich diese von draußen holen. Sie sind also auf der Suche nach mehr Erlebnissen und Abwechslungen.

In der Literatur wurden deutliche Zusammenhänge zwischen Extraversion und risikoreichen Verhaltensweisen nachgewiesen.

Nach dieser Theorie müssten also auch viele Extravertierte an der Börse zu finden sein, aber in dem Artikel stand keine Studie, die genau diesen Zusammenhang untersucht hat.

Zudem können situative Faktoren, wie z.B. Langeweile, dazu führen, dass man nach Anregungen im Börsengeschäft sucht. Bei der Aktionärsbefragung waren viele Ruheständler dabei, für die der Aktienhandel jetzt vielleicht die fehlende Anregung aus dem Beruf ersetzt.

5.3 Risikolust oder Risikomeidung?

Es gibt also Leute, die Lust am Risiko haben und welche, die keine Lust daran haben und es eher scheuen.

Aktionäre haben anscheinend eine große Lust daran, denn sie nennen das Risiko als zweitwichtigsten Anreiz für die Aktienanlage. Bei der Aktionärsbefragung wurden sie gefragt, was Sie an Aktien reizt, wobei sie mehrere Punkte ankreuzen konnten. 85% meinten, dass die Gewinnerwartung sehr wichtig sei und immerhin 64% nannten das Risiko als Grund für die Aktienanlage. Das Risiko ist also nicht nur ein notwendiges Übel, sondern stellt sogar einen eigenständigen Anreiz dar.

Die sicherheitsorientierten Anleger dagegen nennen das Risiko als wichtigsten Grund gegen einen Aktienbesitz und nicht etwa den evtl. geringeren Ertrag.

6. Weitere Einflussfaktoren

Wenn man rational an die Sache herangehen würde, müsste man eigentlich eine Aktie kaufen, sobald man eine hohe Rendite und ein geringes Risiko erwarten kann. Aber selbst dann

würden die meisten wahrscheinlich keine Aktien kaufen, weil das Anlageverhalten noch von mehreren Faktoren bestimmt wird, auf die im folgenden eingegangen wird.

6.1 Einfluss von Normen

Die deutschen Bürger zeigen sich im internationalen Vergleich als besonders sicherheitsorientiert. Spiel und Spekulation mit Geld gilt als verwerflich und ehrlich erarbeitetes Geld wird höher gewertet als Zins- oder Spekulationsgewinne. Für viele gilt eine riskante Geldanlage als „Anmaßung“ und Kapitalerträge als „Geld fürs Nichtstun“ (so einige typische Aussagen in Interviews).

6.2 Einfluss der Anlageberatung

In einer Befragung meinten 78% der Anleger, sich in Geldfragen meistens an einen Anlageberater zu wenden und dessen Rat dann auch zu befolgen. Dabei ist diese Beratung meist sehr konservativ ausgerichtet und falls eine Anlage in Aktien überhaupt angesprochen wird, wird sofort auf das Risiko dabei hingewiesen. Diese konservative Beratung ist auch verständlich, wenn man bedenkt, dass manche Anlageberater wahrscheinlich selbst keine ausreichenden Kenntnisse haben und die Geldinstitute seit 1995 für Verluste verstärkt haftbar gemacht werden können.

6.3 Drang zur Bequemlichkeit

Ein sehr wichtiger Aspekt, der gegen eine Anlage in Aktien spricht, ist der Drang zur Bequemlichkeit im Denken und Handeln. Die Einfachheit der Geldanlage ist ein sehr wichtiges Entscheidungskriterium.

In der Anlegerbefragung von 1992 wurden die Leute gefragt, wie wichtig es ihnen ist, dass ihre Geldanlage einfach und unkompliziert ist. 31% der Anleger meinten, dies sei ganz besonders wichtig und 39% hielten es für ziemlich wichtig. Außerdem wissen viele gar nicht, was man unter den Begriffen Aktie oder Investmentfonds genau versteht.

Noch deutlicher wird der Drang zur Bequemlichkeit, wenn man die Anleger danach fragt, wie häufig sie sich mit Geldanlagen beschäftigen. Die folgende Tabelle zeigt die Informationshäufigkeit.

	Bevölkerung insgesamt	Besucher der Aktionärsmesse
Täglich	4,6	70,5
mehrmals wöchentlich	4,0	12,2
einmal pro Woche	7,7	5,9
einmal pro Monat	17,1	5,1
Selten	46,3	3,4
fast nie	20,2	3,0

Ungefähr 83% der Normalbevölkerung beschäftigen sich höchstens einmal im Monat mit ihren Geldanlagen, was natürlich für eine Anlage in Aktien nicht gerade ideal wäre. Die meisten Leute haben einfach keine Zeit oder keine Lust, sich mit dem Börsengeschehen Tag für Tag auseinander zu setzen und die Wirtschaftsnachrichten zu studieren.

Bei den Börsianern ist es gerade umgekehrt, da befassen sich immerhin 70% täglich mit ihren Anlagen.

7. Vereinfachte Entscheidungen

Als kognitiver Geizhals versucht der Mensch, seinen Aufwand im Denken möglichst klein zu halten. Dies ist auch ein Nachteil für die Aktien, weil man dabei gezwungen ist, sich oftmals neu zu entscheiden, nicht so wie das bei einem Sparvertrag ist, bei dem man sich nur am Anfang einmal entscheidet, einen Vertrag unterschreibt und dann einfach abwartet, bis dieser ausläuft. Sondern bei einer Anlage in Aktien muss man sich dauernd überlegen, ob und was man kaufen oder verkaufen soll. Man muss sich Gedanken darüber machen, ob der Kurs demnächst steigen oder fallen wird.

Dabei handelt es sich um einen sehr hohen kognitiven Aufwand, weil man verschiedene Aspekte beurteilen und abwägen muss (wie z.B. die Gewinnerwartungen oder Wachstumschancen eines Unternehmens usw.). Diesen hohen Aufwand scheuen sehr viele und bleiben deshalb lieber bei ihren altbewährten Anlageformen wie dem Sparbuch.

Selbst wenn man echte Entscheidungen treffen will, wendet man meist Vereinfachungen an, weil es eine riesige Auswahl an Aktien gibt und es unmöglich wäre, jede einzelne genau zu bewerten.

8. Von der Einstellung zum Verhalten

Es ist bekannt, dass die Einstellung, die man zu einem bestimmten Thema hat, nicht immer zu dem entsprechenden Verhalten führt. Dies verhält sich so auch bei Aktien: ca. 33% der Bevölkerung sind Aktien gegenüber aufgeschlossen, aber nur ca. 10% besitzen auch welche. Mögliche Gründe für diese Diskrepanz könnten sein, wie oben ausgeführt, der Drang zu bequemen Entscheidungen und die mangelnde Bereitschaft, Aufwand zu betreiben.

8.1 Willensstärke

Wenn man Aktien gegenüber eine positive Einstellung hat, braucht man zudem noch eine gewisse Willensstärke, damit man sie auch tatsächlich kauft. Es wird nun behauptet, dass sich eher willensstarke Leute (handlungsorientierte Menschen und Machiavellisten) am Börsengeschäft beteiligen als willensschwache Leute (lageorientierte Menschen).

Handlungsorientierte denken daran, wie sie ihre Intentionen realisieren können und lassen sich von nichts ablenken. Lageorientierte dagegen haben oft ablenkende Gedanken, z.B. was sie lieber tun würden, was sie daran hindern könnte, die Aufgabe fertigzustellen oder was sie sonst noch erledigen müssen usw.. Dabei nimmt man an, dass Handlungsorientierte ihre Einstellungen eher in Verhalten umsetzen.

Unter Machiavellismus versteht man die Bereitschaft, seine Ziele weitestgehend unabhängig von ethisch-moralischen Bedenken zu verfolgen. Damit ist also eine Fähigkeit zur Durchsetzung von Intentionen, insbesondere durch das Abschotten gegenüber sozialen Einflüssen, gemeint. Auch hier vermutet man einen größeren Zusammenhang zwischen der Einstellung und dem Verhalten.

Maital u.a. (1986) führten hierzu eine Studie durch und konnten einen positiven Zusammenhang zwischen der Machiavellismus-Ausprägung und dem Risikograd sowie der Umschichtungshäufigkeit in realen Portefeuilles nachweisen. In anderen Studien gab es dagegen keine Unterschiede zwischen Aktionären und anderen Anlegern in der Höhe der Machiavellismus-Ausprägung.

8.2 Der „Kalte Füße“ – Effekt

Die Aktienanlage beinhaltet sowohl positive Konsequenzen, wie z.B. realisierte Kursgewinne, als auch negative Konsequenzen, wie mögliche Kursverluste. Weil sie gleichzeitig Positives und Negatives beinhaltet, kann es zu einem Konflikt zwischen Annäherungsverhalten und Vermeidungsverhalten kommen. Einerseits möchte man Aktien gerne kaufen, andererseits doch lieber nicht, weil man befürchtet, dass etwas schlimmes passieren kann.

Um so näher man am Ziel ist, also kurz bevor man sie wirklich kaufen will, werden die Vermeidungstendenzen bestimmender, weil man die Sache realistischer sieht und einem v.a. die negativen Konsequenzen noch mal bewußter werden.

Diesen Effekt sollte man auch beachten, wenn man Befragungen durchführt. Die Risikobereitschaft wird nämlich oft überschätzt, wenn es keine realen Konsequenzen gibt.

9. Zusammenfassung

Die beobachteten Unterschiede zwischen der Empfehlung, einen bestimmten Anteil seines Vermögens in Aktien anzulegen, und dem tatsächlichen Verhalten der Bevölkerung, nämlich sehr wenig in Aktien zu investieren, lassen sich nicht erklären, wenn man nur die mögliche Rendite und das Risiko berücksichtigt. Es müssen eine Reihe weiterer Faktoren bedacht werden. So spielt der jeweilige Referenzpunkt eine Rolle, ebenso wie die unterschiedliche Gewichtung von Gewinnen und Verlusten und die Furcht vor Mißerfolg bzw. die Suche nach Erfolg. Zudem sind die Suche oder Meidung risikobedingter Aktivierung, die Bequemlichkeit und verschiedene Normen zu berücksichtigen. Selbst von einer positiven Einstellung Aktien gegenüber ist es noch ein weiter Weg, bis man sich tatsächlich am Börsengeschäft beteiligt. Vereinfachte Entscheidungen, das Festhalten an Gewohnheiten, geringe Willensstärke und v.a. der „kalte Füße“- Effekt halten viele Anleger davon ab, tatsächlich in Aktien zu investieren.

Kundenzufriedenheit mit Finanzdienstleistern – eine Bewertung aktueller Erklärungs- und Messmodelle

(von Markus Groß-Engelmann)

Übersicht:

1. Leistungen von Anbietern
2. Kundenzufriedenheit
3. Disjunktions-Paradigma
 - 3.1 Definition
 - 3.2 Weitere Forschungsansätze zum Diskonfirmations- Paradigma
 - 3.2.1 Assimilations – Kontrast- Effekt
 - 3.2.2 Zwei Faktoren Theorie
 - 3.2.3 Austauschtheorie
 - 3.2.4 Equity- Ansatz
 - 3.2.5 Wirkung von Attributionen
4. Kundenzufriedenheit im Finanzdienstleistungssektor
 - 4.1. Assimilations- / Kontrastwirkungen
 - 4.2. Prozessuale Komponente
 - 4.3. Welche Emotionen stellen Zufriedenheit dar?
 - 4.4. Kundenzufriedenheit aus der Perspektive der Emotionsforschung
 - 4.5. Zwei Fälle der Zufriedenheitsauslösung bei Finanzdienstleistungen
5. Erfassung von Kundenzufriedenheit
 - 5.1. Merkmalsorientierte Messung
 - 5.2. Ereignisorientierte Messung
6. Ein empirischer Vergleich der Kundenzufriedenheitsmethoden
 - 6.1. Kein einheitlicher Referenzwert für alle Leistungsmerkmale
 - 6.2. Verzerrungsproblematik
 - 6.3. Selektion der erinnerten Ereignisse durch die Kunden
7. Ideale Kundenzufriedenheitserfassung

Einführung in das Thema

Bei ständig wachsendem Angebot auf dem Finanzdienstleistungssektor spielt die Zufriedenheit der Kunden mit ihrem Anbieter für die Banken eine immer größere Rolle. Wovon aber hängt die Kundenzufriedenheit ab, und wie kann diese gemessen werden?

Dies soll in dem nun folgenden Referat mit Hilfe des Artikels von Markus Groß – Engelmann „Kundenzufriedenheit mit Finanzdienstleistern eine Bewertung aktueller Erklärungs- und Messmodelle“ verdeutlicht werden.

1. Leistungen von Anbietern

Die erbrachte *Leistung*, eines Dienstleisters besteht zum einen aus dem gefertigten *Produkt*, zum anderen aus der *Dienstleistung*, dem Service, also der Darbietung des Produkts und der Art des Verkaufs. Je nach Produkt erfährt die Dienstleistung eine andere Gewichtung. Beim Kauf eines Fernsehers steht mehr das Produkt und die Leistung des Produkts im Vordergrund, während z.B. bei Bankgeschäften, bei denen die Produkte ähnlich sind, die Beratung, der Service eine wichtige Rolle spielt.

Die *Dienstleistung* wird zum einen durch *Intangibilität* charakterisiert, d.h. die erbrachten Leistungen sind anhand technischer Maßstäbe nur bedingt beurteilbar. Die Validierung ist demnach nur über den sozialen Vergleich mit anderen Dienstleistern durchführbar. Auch sind die Leistungen vom Kunden selten direkt ersichtlich. Es sind meist Vertrauensqualitäten, deren Güte man erst erkennt, wenn man die Dienstleistung in Anspruch nimmt, vgl. die Leistung einer Versicherung (man weiß erst ob die Versicherung greift, wenn ein Schaden vorliegt).

Weiter sind Dienstleistungen durch *dynamische Interaktionen* mit dem Kunden bestimmt. Die Interaktionen beinhalten instrumentelle, weitestgehend formalisierte Handlungselemente, wie z.B. das Auszahlen einer Abhebung, und soziale Handlungsschemata, der freundliche Umgang mit den Kunden. Die Letzteren sind hauptsächlich Ursache für das Erleben von Dienstleistungsqualitäten

2. Kundenzufriedenheit

Außer der Studie von Markus Groß-Engelmann gibt es nur sehr geringe Forschungen auf dem Gebiet der Kundenzufriedenheit im Finanzdienstleistungsbereich deshalb soll auf Theorien aus dem allgemeinen Dienstleistungssektor zurückgegriffen werden.

Der Begriff *Kundenzufriedenheit* ist aus dem alltäglichen Sprachgebrauch entnommen. Es existiert keine einheitliche Definition. Unterschiedliche Forscher definieren, je nach Untersuchungsansatz Kundenzufriedenheit in Bezug auf ihre Entstehung auf drei verschiedene Arten:

1. Zufriedenheit ist eine direkte emotionale Antwort auf Konsum- bzw. Kundenerfahrung:

„*Consumer satisfaction is an emotional response to the experiences provided by and associated with particular products or services ...*“ (Westbrook &Reilly, 1983)

2. Zufriedenheit ist das Ergebnis eines kognitiven Bewertungsprozesses, der erlebte Emotionen als Input benutzt:

„Satisfaction/Dissatisfaction isn't an emotion, it's the evaluation of an emotion, and as such it becomes a quasi-cognitive construct.“ (Hunt,1977)

3. Zufriedenheit ist ein rein kognitiver Vorgang der Bewertung erfahrener Dienstleistung, in Abhängigkeit der vorausgegangenen Erwartung:

„Satisfaction is the consumer response to the evaluation of perceived discrepancy between prior expectations and the actual performance of the product ...“ (Tse &Wilton, 1988)

Der letzt genannte theoretische Ansatz ist der momentan aktuellste und am meisten diskutierte. Deshalb soll im folgenden auf diesen näher eingegangen werden. Ein Beispiel einer rein kognitiven Theorie der Kundenzufriedenheit ist das Diskonfirmations-Paradigma

3. Diskonfirmations-Paradigma

3.1 Definition

Das Diskonfirmations-Paradigma besagt, daß Kundenzufriedenheit das Ergebnis eines subjektiven, kognitiven *Vergleichs* zwischen der *Erwartung* über und der *aktuellen Erfahrung* mit einer Dienstleistung ist.

Die Zufriedenheit des Kunden resultiert demnach aus einem *positivem Saldo* aktueller Erfahrungen und Erwartungen. Unzufriedenheit entsteht entsprechend aus einem *negativem Saldo* von aktuellen Erfahrungen und Erwartungen und *Indifferenz*: liegt vor, wenn ein insgesamt ausgeglichenes Verhältnis zwischen Erwartung und Erfahrung bezüglich eines Dienstleisters besteht.

Die Generierung von Zufriedenheit bzw. Unzufriedenheit verläuft in drei Phasen. In der ersten Phase werden durch die „*apriori-Informationen*“, den Vorinformationen, die Bewertungsstandards für die spätere Entscheidung festgesetzt. In der zweiten Phase findet ein *kognitiver Vergleich* zwischen der aufgrund der apriori-Information gebildeten Erwartung und der erfahrenen Leistung statt. In der dritten Phase kommt es zu einer „*ex post – Beurteilung*“ des Vergleichsverhältnisses, aus der je nach Ergebnis Zufriedenheit bzw. Unzufriedenheit resultiert.

Ein Beispiel eines Testinstrumentes aus dem Finanzdienstleistungssektor, dem das Diskonfirmations-Modell zugrunde liegt, ist der Servqual- Fragebogen von Parasuraman, Zeithamel & Berry (1991). Er führt einen Ist-Soll-Wert Vergleich bezüglich Dienstleistungen durch, wobei er zusätzlich die relative Bedeutung der einzelnen Sektoren mit einbezieht. (Tab.1).

Dienstleistungsmerkmal	Bewertung (-6 = extrem negative Bewertung, +6 = extrem positive Bewertung)	relative Bedeutung hinsichtlich der Gesamtqualität
Tangibles Umfeld	-0,51	0,13
Verlässlichkeit	-1,06	0,39
Einsatzbereitschaft	-0,92	0,07
Kompetenz	-1,09	0,13
Einfühlungsvermögen	-0,90	0,01

Tab.1: Ergebnisse des Servqual- Fragebogens von Parasurama et al.

Ein Problem des Diskonfirmations-Paradigma ist seine allgemeine Formulierung, aufgrund derer es für genauere Prognosen bezüglich der Kundenzufriedenheit kaum geeignet ist. Deshalb ist es für die praktische Nutzung notwendig, inhaltliche Spezifikationen vorzunehmen. Dies geschieht in weiteren Forschungsansätzen.

3.2 Weitere Forschungsansätze zum Diskonfirmations-Paradigma

Weiterführungen auf Grundlage des Diskonfirmations-Paradigmas können durch *Spezifikation* des *Erwartungsbegriffs* und des Anspruchsniveaus erzielt werden. Es stellen sich die Fragen: „Welcher Art sind die Erwartungen“, oder „Wie werden Erwartungen aufgebaut?“ Weiter müßte geklärt werden, welche *Bedeutung die Erwartung für die Kundenzufriedenheit* hat, „Wie stark nehmen Erwartungen Einfluß auf die Zufriedenheit mit der Dienstleistung?“ und wie die *Mechanismen* funktionieren und sich gegenseitig beeinflussen, z.B. „Wie beeinflussen Erwartungen die Leistungswahrnehmung?“

Auf diese Fragen soll in den nun folgenden Theorien eingegangen werden.

3.2.1 Assimilations – Kontrast- Effekt

Der *Assimilationseffekt* besagt, daß bei geringer Abweichung der Leistung von der Erwartung die Leistungsbeurteilung in Richtung der Erwartung assimiliert wird. Es liegt eine Tendenz zur Mitte vor.

So finden z.B. Olshvky & Miller in ihrer Studie 1972 heraus, daß Personen, die eine etwas überschätzte Information eines Produkts erhalten und ihre Erwartung untererfüllt finden, die Leistung höher einschätzen, als Personen die eine realistische Erwartung haben.

Und Personen, die eine etwas unterschätzte Produktinformation erhalten und ihre Erwartungen übererfüllt finden, schätzen die Leistung des Service geringer ein, als Personen mit hoher Erwartung.

Der Assimilationseffekt ist somit in gewisser Weise mit dem Ankereffekt zu vergleichen.

Liegt im Gegensatz dazu die Leistung aber außerhalb eines Akzeptanzbereichs, wird die Abweichung von der Erwartung im Sinne eines *Kontrasteffektes* übertrieben. Die Unterschiede zwischen Erwartung und Erfahrung werden stärker empfunden als sie wirklich sind. (vgl. Abb.1)

3.2.2 Zwei Faktoren Theorie

Die von Johnston 1995 auf Kundenzufriedenheit übertragene *Zwei Faktoren Theorie* geht davon aus, daß Zufriedenheit und Unzufriedenheit des Kunden zwei unterschiedliche Konstrukte mit unterschiedlichen Ursachen sind. Durch explorative Forschung hat er empirisch bestimmbare und praktisch relevante Faktoren gefunden, durch die die Zufriedenheit des Kunden bestimmt wird.

Er unterscheidet zwischen:

Satisfier, das sind Faktoren, die beim Kunden nur Zufriedenheit auslösen. Er entsteht bei Handlungen, die dem Kunden angenehm auffallen, der er aber nicht erwartet. Ein Beispiel ist das Grüßen der Kassiererin im Supermarkt. Wenn diese grüßt ist man angenehm überrascht und somit zufrieden, wenn sie es nicht tut, ist man deshalb aber noch nicht unzufrieden.

Dissatisfier sind Faktoren, die Kundenunzufriedenheit bewirken, aber allen noch keine Zufriedenheit auslösen können. Dies sind alle instrumentellen Handlungselemente, z.B. das Vorzählen des abgehobenen Geldes durch den Bankangestellten.

Criticals können sowohl Zufriedenheit bei Vorhandensein, als auch Unzufriedenheit bei nicht Vorhandensein auslösen.

Neutrals erhöhen weder die Zufriedenheit noch die Unzufriedenheit der Kunden.

In der Abbildung 1 sind die Elemente der Zwei Faktoren Theorie unter Berücksichtigung der Assimilations- Kontrast- Effekte noch einmal dargestellt. (Abb.1)

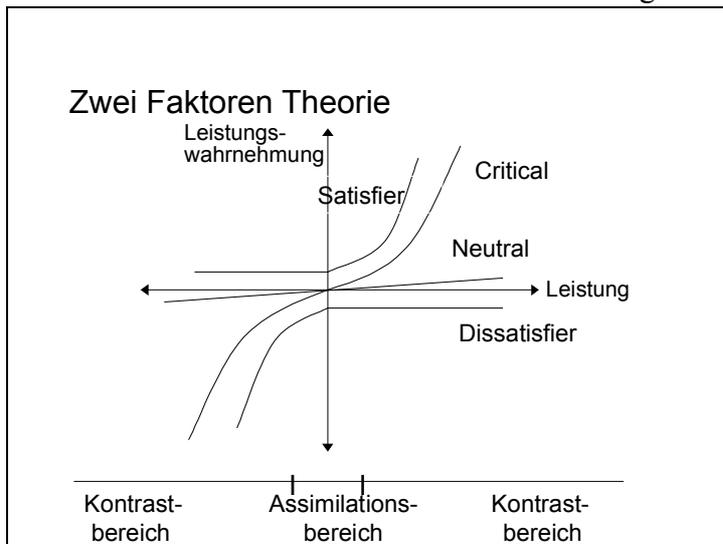


Abb.1: graphische Darstellung der „Zwei Faktoren Theorie“ und der „Assimilations- Kontrast- Effekte“

3.2.3 Austauschtheorie

Die aus der Sozialpsychologie bekannte *Austauschtheorie* über die Beurteilung der gegenwärtig gewählten Partnerschaft unter Berücksichtigung der Attraktivität alternativer Beziehungen wurde von Woodruff, Cardotte & Jenkins, 1987 auf Kundenzufriedenheit übertragen.

Auf dem Hintergrund des hedonistischen Prinzips ist das Ziel des Kunden die im Vergleich zu anderen Anbietern für sich günstigste oder beste Dienstleistung zu erhalten.

Zufriedenheit tritt dann ein, wenn der gewählte Dienstleister im Vergleich zur Konkurrenz die besten Ergebnisse erzielt.

Unzufriedenheit entsteht, wenn der Anbieter im Vergleich zur Konkurrenz ungünstige Ergebnisse erzielt.

Hat ein Kunde z.B. bei einer Bank höhere Kontoführungsgebühren als bei einer alternativen Bank, ohne das ein Leistungsausgleich existiert, wird er Unzufriedenheit empfinden und evtl. einen Bankenwechsel in Betracht ziehen.

3.2.4 Equity- Ansatz

In gewissem Gegensatz zur Austauschtheorie steht der *Equity- Ansatz* nach Adams (1985).

Ziel des Menschen gemäß dieses Ansatzes ist es, die Ergebnisse auf dem Hintergrund sozialer Zwänge eines ausgeglichene Verhältnisses zu maximieren, also trotz des Gewinnstrebens den Zustand einer Gleichheit, Equity zwischen den Geschäftspartnern einzuhalten oder zu erreichen.

Kundenzufriedenheit entsteht aus dem direkten sozialen Vergleich der Partner und Unzufriedenheit resultiert sowohl aus dem Zustand der *negativen* als auch der *positiven Inequity*.

So konnten Swan & Oliver 1985 in einer Studie nachweisen, daß erlebte Ungerechtigkeit zu Ungunsten des Kunden Unzufriedenheit auslöst. Unzufriedenheit aufgrund Ungerechtigkeit zu Gunsten des Kunden konnte allerdings kaum und nur bei gut bekannten Kunden oder

Dienstleistern festgestellt werden. Kunden verbinden scheinbar mit der eigenen Begünstigung an sich kein „schlechtes Gewissen“.

3.2.5 Wirkung von Attributionen

Wie in allen Bereichen der sozialen Urteilsbildung haben auch in der Kundenzufriedenheit die von Weiner postulierten Attributionen Einfluß auf die erlangten Urteile.

Die Wahrnehmung möglicher Ursachen enttäuschter Erwartungen haben erheblichen Einfluß auf die Kundenzufriedenheit

Die Zufriedenheit ist zum einen abhängig von der *Verantwortung*, die dem Dienstleister für das Ergebnis seiner Handlung zugeschrieben wird. Glaubt der Kunde in Folge einer enttäuschten Erwartung, daß der Dienstleister persönlich dafür verantwortlich sei, ist die Unzufriedenheit deutlich höher als wenn diese auf äußere Umstände (Pech) zurückgeführt werden kann. (Internale und externale Zuschreibung von Ursachen)

Die *Kontrollierbarkeit* (durch eigene bzw. fremde Person) des Ausgangs ist ebenfalls ein Einflußfaktor auf die Kundenzufriedenheit. Habe ich gegen den Rat meines Anlageberaters eine verlustreiche Aktie gekauft, verspüre ich weniger Unzufriedenheit mit dem Kreditinstitut als wenn die Aktie als Empfehlung herausgegeben wurde.

Zum dritten beeinflußt die *zeitliche Stabilität* die Urteilsbildung. Zeitlich stabile Ursachen führen zu höherer Unzufriedenheit als nicht stabile Ursachen. Anlagegeschäfte, die nur kurzzeitig Verluste hervorbringen, dann aber Gewinne versprechen, erzeugen weniger Unzufriedenheit als Verluste, die voraussichtlich länger Bestand haben.

Auch der *fundamentale Attributionsfehler* kommt hier zum Greifen. Erwirtschaftet der Kunde bei einem Anlagegeschäft Gewinne, führt er dies meist auf eigene Fähigkeiten zurück, entstehen aber Verluste, werden diese dem Versagen des Dienstleisters zugeschrieben.

4. Kundenzufriedenheit im Finanzdienstleistungssektor

In wie weit eignen sich die dargestellten Ansätze zur Erklärung von Kundenzufriedenheit im Finanzdienstleistungssektor? Ein wichtiger Aspekt dieses Sektors ist die Interaktion zwischen Kunden und Dienstleister. Bisherige Kundenzufriedenheitsmodelle sind aber für tangible Produkte entwickelt worden.

Die Austauschtheorie erklärt beispielsweise Kundenzufriedenheit nach dem Diskonfirmations-Paradigma. Doch 60 -70 % der Kunden von Finanzdienstleistern pflegen nur eine Bankverbindung. Es gibt daher gar keine Wahrnehmung von Alternativen.

Die Equity - Theorie, die Alternativwahrnehmung im Sinne eines sozialen Vergleiches mit dem Ziel eines ausgewogenen Verhältnisses heranzieht, steht im Finanzdienstleistungssektor vor folgendem Problem: Werden die eigenen wirtschaftlichen Ergebnisse mit denen des Dienstleisters verglichen, entsteht durch die Wahrnehmung von z.B. Bankgebäuden und Werbung der Eindruck die Bank sei der Gewinner der Dienstleistungsbeziehung.

Zusätzlich sind im Finanzdienstleistungssektor für die Erklärungsmodelle von Zufriedenheit Assimilationswirkungen, die prozessuale Komponente und die schwer erfassbare Emotionsmischung zu beachten.

4.1. Assimilations- / Kontrastwirkungen

Bei intangiblen Leistungen sind technisch-objektiv beurteilbare Kriterien nur in geringer Anzahl vorhanden. Die Bewertungsstandards liegen daher nur bedingt im voraus fest, sondern

sie entwickeln sich erst im Laufe der Kommunikation. Dadurch hat der Finanzdienstleister während der persönlichen Kontaktsituation große Möglichkeiten Art und Höhe der Erwartungen zu beeinflussen. Assimilations- und Kontrasteffekte versehen Leistungen daher mit faktisch ungerechtfertigten besseren oder schlechteren Bewertungen beim Entstehen von Kundenzufriedenheit. Dies sind Wahrnehmungsfehler, kognitive Bewertungen ergeben sich erst, wenn die Dienstleistung den Zielen des Kunden nicht gerecht wird.

4.2. Prozessuale Komponente

Bei Finanzdienstleistungen ist der Kunde in die Erstellung der Dienstleistung eingebunden, dadurch kann der Zielperspektive der Zufriedenheit eine prozessuale Komponente hinzugefügt werden. Der Kunde kann durch Störung seiner auf ein Ziel gerichtete Handlung verärgert werden (Mandler, 1984, Unterbrechungstheorie).

4.3. Welche Emotionen stellen Zufriedenheit dar?

Die Problematik, dass der Erlebensbereich bei der affektiven Reaktion auf eine Finanzdienstleistung weitaus komplexer als z.B. bei einer Spülmaschine ist, hat dazu geführt, dass der Emotionsmix Zufriedenheit nicht ausreichend spezifiziert wurde. Schmidt-Atzert & Ströhm finden Zufriedenheit innerhalb eines Clusters mit Begeisterung, Lust, Freude, Glück und Erleichterung. Wegen dieser Schwierigkeit zielt Kundenzufriedenheitsforschung häufig nur auf die Bewertung von erfassbaren Routinequalitäten der Dienstleistung ab und vernachlässigt kritische Ereignisse und deren emotionale Konsequenzen.

4.4. Kundenzufriedenheit aus der Perspektive der Emotionsforschung

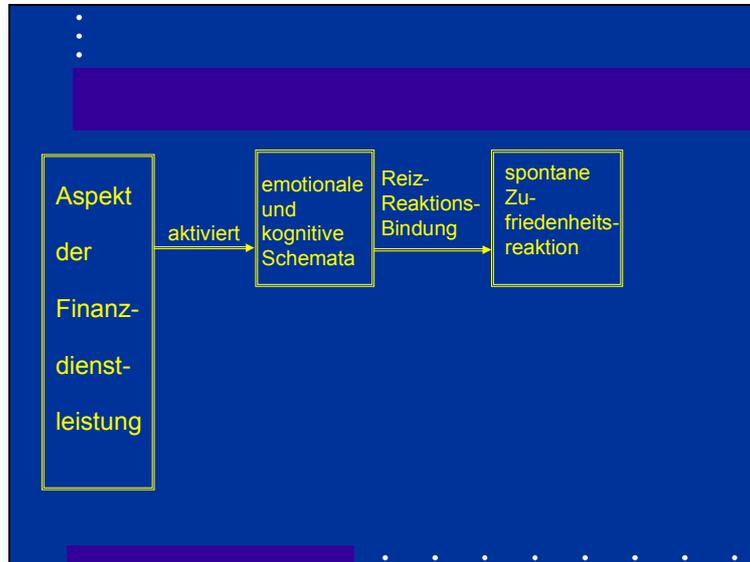
Untersuchungen von Bitner (1990) und Engelmann & Ammelung (1996) zeigen, dass Unzufriedenheit durch Vermittlung unterschiedlicher Ursacheninformationen gemildert werden kann. Geht beispielsweise Unzufriedenheit mit persönlichem Verschulden des Dienstleisters einher, wird die ausgelöste Emotion mit Verärgerung zu umschreiben sein. In den genannten Studien gibt der Dienstleister unterschiedliche interne/extern bzw. stabile/variable Verursacherquellen an mit dem Ergebnis, dass die maximale Reduzierung von Unzufriedenheit bzw. Verärgerung mit dem Hinweis auf einen zufallsbedingten Fehler erfolgt (vgl. Attributionstheorie). Kundenzufriedenheit ist also sowohl durch Attributionen als auch durch Alternativvergleiche oder Gerechtigkeitsaspekte bestimmt.

Dagegen sind die Emotionstheorien von Leventhal (1984) und Ulich (1991) der Ansicht, dass das emotionale Erleben schemagesteuert sei. Dies trifft wohl im Bereich der Finanzdienstleistung zu. Die Reaktionen sind zwischen Personen in Abhängigkeit von Lernerfahrungen und Generalisationstendenzen unterschiedlich.

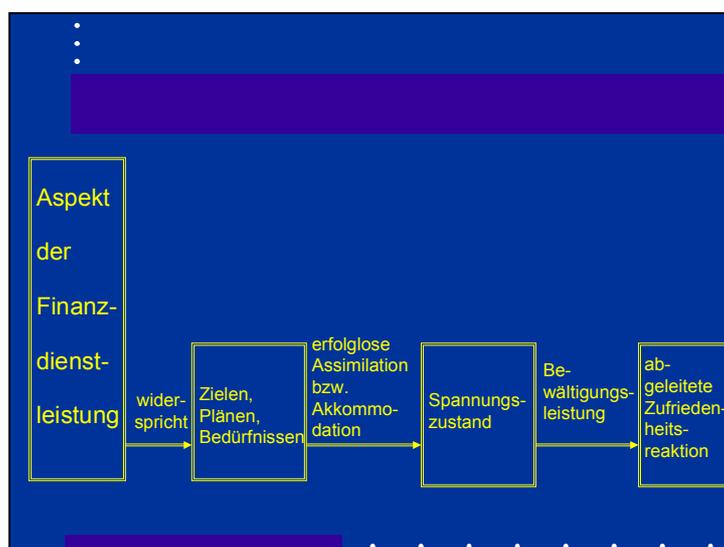
4.5. Zwei Fälle der Zufriedenheitsauslösung bei Finanzdienstleistungen

Der Autor verbindet diese beiden Ansätze indem er zwei Fälle der Zufriedenheitsauslösung bei Finanzdienstleistern annimmt. Diese Unterscheidung zwischen zwei Fällen ist kein Widerspruch, sondern ähnlich wie bei Schachters alltäglichem und nicht-alltäglichem Fall der Emotionsentstehung zu verstehen.

Der 1. Fall berücksichtigt die Schema-Perspektive. Die Zufriedenheitsreaktion wird nur mittelbar auf eine Erwartungsenttäuschung zurückgeführt. Unmittelbar folgt die Reaktion auf Schlüsselreize der gegenwärtigen Situation, die bestehende Schemata aktiviert. Diese Schemata enthalten unmittelbare, gelernte Reiz-Reaktions Bindungen die spontane Zufriedenheitsreaktionen inklusive bestimmter Verhaltensweisen ermöglichen.



Der 2. Fall hingegen beruht darauf, dass auch wenn nicht für jede Situation passende Schemata verfügbar sind dennoch eine Zufriedenheitsreaktion ausgelöst wird, wenn die erbrachte Finanzdienstleistung mit bestehenden Zielen und Plänen des Kunden übereinstimmt. Doch dem widerspricht Mandler (1984) mit der Aussage, dass die Diskrepanz zwischen Erwartung und Erfahrung keine hinreichende Bedingung für emotionale Reaktionen sei. Nur wenn weder Assimilation (Möglichkeit der Einbindung der Reize in bestehende Strukturen) noch Akkommodation (Möglichkeit der Anpassung der Schemata an Reize) der Erfahrung möglich sind, entsteht beim Kunden ein Spannungszustand der Bewältigungsreaktionen auslöst. Diese führen dann zu einer Spezifizierung der Zufriedenheit.



5. Erfassung von Kundenzufriedenheit

Es wird zwischen merkmalsorientierter (Erfassung von Routinequalitäten) und ereignisorientierter Messung (Erfassung von Ausnahmequalitäten und Ausbleiben von Routinequalitäten, Aufspüren neuer Tendenzen) unterschieden.

5.1. Merkmalsorientierte Messung

Bei der merkmalsorientierten Messung wird eine vorgegebene Merkmalsliste (z.B. Kompetenz des Beraters, Verständlichkeit der Beratung) abgearbeitete (d.h. quantitativ-multivariat ausgerichtet). Die Kundenzufriedenheit ergibt sich aus der Differenz idealer Erwartungen und tatsächlicher Erfahrungen (Soll-Ist-Vergleich).

Kritisch ist dazu anzumerken, dass lediglich unzufriedene Kunden erfasst werden, da im Sinne einer "Anspruchsinflation" überzogene Soll-Erwartungen der Kunden nicht erfüllt werden können. Auch sind merkmalsorientierte Messungen Einstellungsmessungen. Dies bedeutete, dass vorgelegte Merkmalslisten sich zwar auf Bewertung von Leistungsmerkmalen spezieller Dienstleistungen beziehen, doch erfolgt die Bewertung anhand der Einstellung gegenüber der Beziehung in dieser Dienstleistungsepisode. Außerdem werden auch solche Merkmale gemessen, die für den Kunden nicht salient sind. Antwortet dann der Kunde auf entsprechende Fragen entstehen Messartefakte. Es werden also künstliche Zufriedenheitswerte erzeugt, die zuvor nicht ausgebildet waren und für das Verhalten der Kunden keine Rolle spielen. Da sich die Daten auf Routinequalitäten beziehen lassen sich keine unmittelbaren Hinweise auf Lücken und Chancen im Marketing geben. Die Interpretation der Daten ist ohnehin schwierig wegen des Problems der Sinndeutung einer Antwort auf einer numerischen Zufriedenheitsskala.

5.2. Ereignisorientierte Messung

Die ereignisorientierte Messung nach Flanagan, 1954 gleicht Mängel der merkmalsorientierten Methode durch qualitativ offene Vorgehensweise aus. Der Kunde schildert seine persönliche Erlebensweise der Dienstleistung ohne die Einengung vorgegebener Statements. Vorteilhaft ist, dass kein Artefaktproblem entsteht und dass Ereignisschilderungen nur wenig interpretationsbedürftig sind. Doch das kritische Kontakterleben ist zwar eine wichtige Zufriedenheitskategorie kommt aber selten vor. Es wird eigentlich entweder das Ausbleiben von Routinequalitäten (Unzufriedenheit) oder das Auftreten von Ausnahmequalitäten (Zufriedenheit) erfasst.

Zur Verbesserung der ereignisorientierten Methode wurde zur Messung des routinemäßigen Kontakterlebens die Kontaktpunktanalyse / sequentielle Ereignismethode entwickelt. Der Befragte soll mit Hilfe vorgegebener Kontaktpunkte des Dienstleistungserlebens positiv und negativ erlebte Sequenzen beschreiben (z.B. grundsätzlich zu lange Wartezeiten an der Kasse).

Die attributgestützte Ereignismessung - ebenfalls eine Erweiterung der ereignisorientierten Messung - gibt dem Kunden statt der Vorgabe von Kontaktpunkten Leistungsmerkmale als Assoziationsketten (z.B. Fachkompetenz des Beraters). Der Vorteil hierbei ist, dass im Gegensatz zur sequentiellen Ereignismethode spezielle Leistungsmerkmale anhand der Schilderung kritischer Ereignisse beurteilt werden.

Stellt man nun merkmalsorientierte und ereignisorientierte Messung gegenüber, erkennt man, dass merkmalsorientierte Messung auf die Bewertung von Leistungseigenschaften abzielt

(Urteilsprozesse beruhen auf längerfristigen im semantischen Gedächtnis abgelegten Erfahrungen). Die ereignisorientierte Messung dagegen fragt nach diskreten Erlebnissen, die eine affektive Spannung ausgelöst haben und im episodischen Gedächtnis abgelegt sind.

6. Ein empirischer Vergleich der Kundenzufriedenheitsmethoden

Bei einem parallelen Einsatz der dargestellten Instrumente der Kundenzufriedenheitsmessung an 305 Personen fanden Engelmann & Müller, 1997 drei große Problemfelder der Methoden zur Erfassung von Kundenzufriedenheit: Es liegt kein einheitlicher Referenzwert für alle Leistungsmerkmale vor, es entstehen bei der Merkmalsmessung Verzerrungen und in der ereignisorientierten Messung werden die erinnerten Ereignisse durch die Kunden selektiert.

6.1. Kein einheitlicher Referenzwert für alle Leistungsmerkmale

Die Untersuchung zeigte das die Referenzwerte für bestimmte Leistungsmerkmale untereinander variieren. So weißt Freundlichkeit immer hohe und stabile Werte auf, da diese durch den Dienstleister weitgehend kontrollierbar und vom Kunden leicht einzuschätzen ist. Die Renditebewertung hat dagegen niedrige und unstabile Werte, da beim Kunden überhöhtes Anspruchsniveau und fehlende Fachkompetenz vorliegen.

6.2. Verzerrungsproblematik

Bei der merkmalsorientierten Messung wurde eine Positivitätstendenz für Merkmale die den Dienstleister als Person betreffen nachgewiesen. Als Gegenmaßnahme schlugen die Autoren vor, die Zufriedenheitsskala im positiven Bereich zu strecken. Auch entstanden Messartefakte durch Abfragen für den Kunden eigentlich irrelevanter Merkmale. Hier bietet sich als Gegenmaßnahme eine explorative Voruntersuchung an.

6.3. Selektion der erinnerten Ereignisse durch die Kunden

Bei der ereignisorientierten Messung zeigte sich hingegen, dass sich nur 20% der Befragten an ein negatives Ereignis erinnern konnten. Als Gründe werden dafür aufgeführt, dass kritische Ereignisse relativ selten im Finanzdienstleistungssektor vorkommen und dass es relativ schwierig ist bei einer Befragung spontan länger zurückliegende kritische Ereignisse abzurufen. Außerdem weisen die Autoren darauf hin, dass nur loyale Kunden, die aufgetretene kritische Ereignisse entweder verarbeitet oder im Sinne einer Dissonanzreduktion verdrängt haben, befragt wurden.

7. Ideale Kundenzufriedenheitserfassung

Nach dem im Artikel von Engelmann angestellten Überlegungen sollte eine ideale Kundenzufriedenheitserfassung sowohl merkmals- als auch ereignisorientiert vorgehen und Messartefakte durch Voruntersuchung vermeiden. Es müssten auch nicht loyaler Kunden befragt werden und sowohl soziale als auch instrumentelle Interaktionen erfasst werden.

Literatur:

Groß-Engelmann, Markus. *Kundenzufriedenheit mit Finanzdienstleistern – Eine Bewertung aktueller Erklärungs- und Meßmodelle*

„Die soziale Organisation von Finanzdienstleistungen“

„Zur Gestaltung von Investor Relations: Eine Typologisierung von Finanzanalysten und ihren Erwartungen“

1. Einleitung
2. Finanzanalysten und Investor Relations
 - 2.1. Finanzanalysten
 - 2.1.1. Funktionen der Finanzanalysten für Kapitalmarktteilnehmer
 - 2.1.2. Persönliche Zielsetzungen der Analysten
 - 2.2. IR-Systematik
 - 2.2.1. IR-Instrumente
 - 2.2.2. Zielsetzung von IR
 - 2.2.3. Persönliche IR-Instrumente
3. Empirische Untersuchung
 - 3.1. Untersuchungsrahmen
 - 3.2. Eine Typologisierung von Finanzanalysten
 - 3.3. Ergebnisse der Untersuchung
 - 3.3.1. Einstellungsfragen
 - 3.3.2. Soziale Norm
 - 3.3.3. Sozialer Vergleich
 - 3.3.4. Differenzierte Kosten-Nutzen-Betrachtung
 - 3.3.5. Informationsarten
4. Schluß

1. Einleitung

In den Kapital- bzw. Aktienmärkten spielen zwei aktive Pole, nämlich die Investoren, die sich nochmals in Privatanleger und institutionelle Investoren unterteilen lassen, und die Aktiengesellschaften, die entscheidende Rolle. Zwischen diesen findet einen reger Austausch von Informationen statt, der von unterschiedlichen Zielsetzungen und Akteuren geleitet bzw. modifiziert wird.

Die Kommunikationspolitik eines Unternehmens gegenüber diesen Finanzmärkten bezeichnet man als Investor Relations. Wohingegen man die Kommunikation zwischen Kreditgebern (Banken) und Unternehmen mit Creditor Relations und die zwischen besagten Unternehmen und der Öffentlichkeit mit Public Relations bezeichnet.

Es ist nun die Aufgabe dieser Hausarbeit die Kommunikation von Unternehmen und Investoren, speziell zwischen Analysten und Aktiengesellschaften zu beleuchten und sowohl Ergebnisse als auch Perspektiven zu geben.

2. Finanzanalysten und Investor Relations

2.1. Finanzanalysten

Finanzanalysten sind angestellt bei Investment-, Universalbanken und Brokerhäusern. Sie erarbeiten ausführliche Studien über Branchen (IT- und Biotech-Branche, Versorger, Chemie ect.) und einzelne Unternehmen (Hoechst, Bayer, Deutsche Bahn AG, Siemens ect.), aus denen Sie ausführliche Kauf-, Halten oder Verkaufsempfehlungen erstellen. Diese wiederum dienen den Banken bzw. Brokerhäusern dazu, gezielt in den Markt zu investieren, was zu starken Schwankungen in der Performance einzelner Aktien führen kann.

2.1.1. Funktionen der Finanzanalysten für Kapitalmarktteilnehmer

Zwischen Markt und Anleger bedarf es einem Bindeglied, der Analyst übernimmt diese Rolle und vermittelt zwischen Investoren und Unternehmen. Da er Informationen nicht bloß transferiert, sondern auch generiert und interpretiert, macht ihn dies auch oft zum Informationstechnischen Multiplikator. Gleichzeitig wirkt er für sein Unternehmen als Berater bei speziellen Geschäftsabschlüssen oder Investitionen.

2.1.2. Persönliche Zielsetzungen der Analysten

Für den Analysten ist es von persönlicher Wichtigkeit, sich einen guten Ruf anzueignen bzw. diesen aufrecht zu halten. Deshalb ist er stets bestrebt, clevere Empfehlungen, d.h. richtige, zuverlässige und umfassende Prognosen, zu geben. Weiterhin ist es für ihn bedeutsam nicht in Verlegenheit zu kommen keine, unvollständige oder unaktuelle Informationen zu bekommen, da er sich aufgrund seiner bedeutsamen Rolle bei grossen Kapitaltransfers inkompetentes Verhalten nicht erlauben kann.

2.2. IR-Systematik

2.2.1. IR-Instrumente

„IR-Instrumente reichen von Jahres- und Quartalsberichten, Unternehmenspräsentationen und Einzelgespräche, Betriebsbesichtigungen und Unternehmensdarstellungen im Internet bis hin zu Videofilmen und Preisausschreiben“ Link 1993.

2.2.2. Zielsetzung von IR

Kapitalgesellschaften verfolgen vielfältige Ziele mit ihren Investor-Relations-Politiken. Zum ersten ist es ihnen wichtig kostengünstig Eigenkapital zu beschaffen oder Rücklagen zu bilden. Aktien sind Unternehmensanteile, die von börsennotierten Gesellschaften auf dem Markt angeboten werden. Der Kurs oder der Wert der Aktie entscheidet nun darüber, wie viel Kapital ein Unternehmen bei bestimmten Anteilsverkäufen erzielt. Als gebildetes

Eigenkapital ermöglicht es dem Unternehmen Investitionen zu tätigen, in Form von Rücklagen ist es eine Absicherung von zukünftige Firmenstrategien. Durch Konkurrenz, die nicht nur auf den Absatzmärkten branchengleicher Unternehmen stattfindet sondern auch bei den Leistungen in der Börsenpräsenz, sind sie gezwungen möglich günstig Kapital erwirtschaften. Weiterhin ist ein angestrebter hoher Aktienkurs, der mit dem Wohlwollen oder Überzeugtheitsgrad der Analysten zum Unternehmen stark zusammenhängt, ein Garant für die Absicherung gegen feindliche (aus Managementsicht) Übernahmen durch andere Unternehmen. Teure Aktien erschweren es den Fremdfirmen große Firmenanteile zu erwerben oder sie sogar zu übernehmen.

2.2.3. Persönliche IR-Instrumente

Unter der Vielzahl an IR-Instrumenten lassen sich zwei besonders wirkungsvolle erkennen. Sie sind deshalb so effektiv, da sie persönlichen Charakter besitzen, d.h. Unternehmensvertreter treten in direkten Kontakt mit Investoren und Analysten, dies geschieht bei Unternehmenspräsentationen und Einzel- und Kleingruppengesprächen. Unternehmenspräsentationen bieten neben der Darstellung von Unternehmenszahlen auch die Möglichkeit für den Analysten das Management zu bewerten. Einzel- oder Kleingruppengespräche darüber hinaus sogar noch die Option auf eine offene Diskussion, ein Feedback für das Unternehmen und die Beantwortung von gezielten Fragen für die Analysten, die zustellen bei großen Veranstaltungen vermieden wird um keine seiner eigener Strategien oder Informationen an Konkurrenten weiterzugeben.

3. Empirische Untersuchung

3.1. Untersuchungsrahmen

Die vorliegende Studie von Thomas Bittner, Mitarbeiter bei „Psynomics“ – Institut für Wirtschaftspsychologische Forschung und Beratung, wurde im Winter 1995/96 durchgeführt. Die zu untersuchende Population bestand aus 700 in der Vereinigung der Deutschen Finanzanalysten organisierten Personen, von denen 90 Finanzanalysten, Portfoliomanager und Anlageberater per Fragebogen interviewt werden konnten. Es sollte der Frage nachgegangen werden, was der Gesamtheit der Analysten bei IR-Veranstaltungen besonders wichtig ist und demgegenüber, was sie bei der Veranstaltung tatsächlich erwarten.

3.2. Eine Typologisierung von Finanzanalysten

Anhand der erhobenen Daten konnten die Befragten nach drei Kriterien in Gruppen differenziert werden. Zum ersten wurde nach dem Grad der Erfahrung in Seniors und Juniors eingeteilt, wobei Analysten mit überfünffähriger Berufserfahrung schon zu den Seniors gezählt wurden. Weiterhin unterschied man nach der Häufigkeit der Nutzung von IR-Veranstaltungen in „Heavy-User“ und „Picker“. Der dritte Faktor, der von Interesse war, war der Analyseumfang, den die Befragten zur Aufgabe hatten. „Spezialisten“ verfolgen die Strategie sich auf einige wenige Branchen bzw. Unternehmen zu konzentrieren. Generalisten haben dagegen die Intention, möglichst breite Gebiete des Marktes zu überblicken, um daraus umfassende und clevere Empfehlungen zu geben.

3.3. Ergebnisse der Untersuchung

In der Studie wurde der Frage „Was ist Analysten bei IR-Veranstaltungen besonders wichtig und was erwarten sie tatsächlich?“ nachgegangen. Die Auffassung der affektiven Komponente wurde als Wertung der kognitiven herangezogen.

3.3.1. Einstellungsfragen

Die Messung der Einstellung zu einer IR-Veranstaltung erfolgte gemäß der Einstellungsdefinition nach Fischbein & Ajzen (1975) durch Multiplikation einer Erwartung mit der Bewertung der selben.

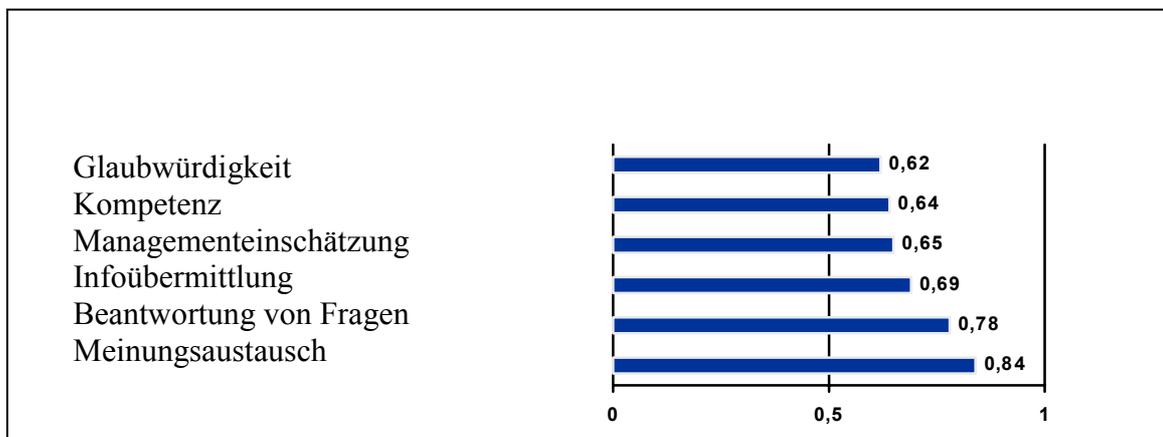


Abb. 1: Abbildung der Wichtigkeit auf einer 7er-Skala („sehr wichtig“(7) bis „absolut unwichtig“(1)

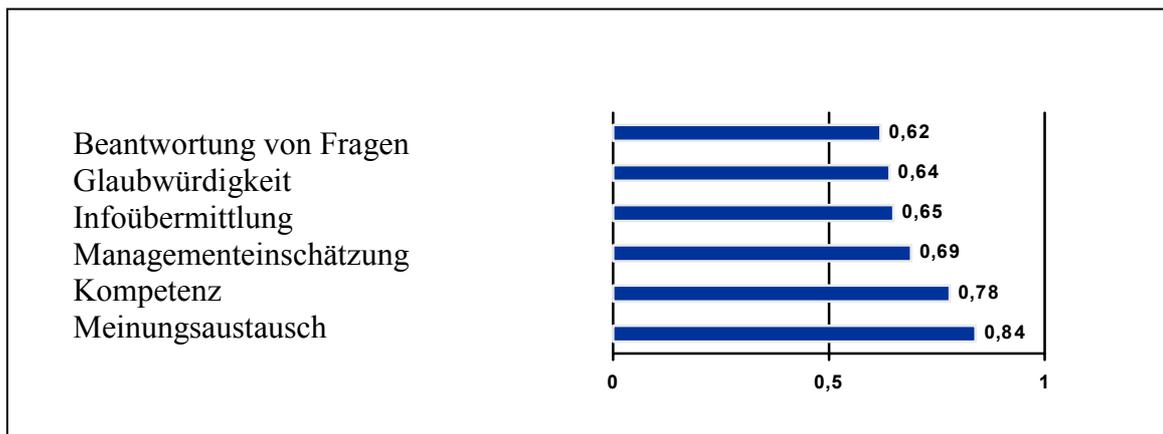


Abb. 2: Reihenfolge der tatsächlich erwarteten Ereignisse (Wahrscheinlichkeitsskala: „sicher“ (1,0) bis „unmöglich“ (0,0))

Eine nach Einstellungsitems differenzierte Betrachtung ergab für Spezialisten in Bezug auf Generalisten folgende Auffälligkeiten. Mit zunehmender Spezialisierung des einzelnen Analysten nimmt auch dessen Interesse an der Bewertung der Kompetenz der

Unternehmensvertreter zu. Spezialisten sind Einschätzungen der Managementqualität generell wichtiger als den Generalisten.

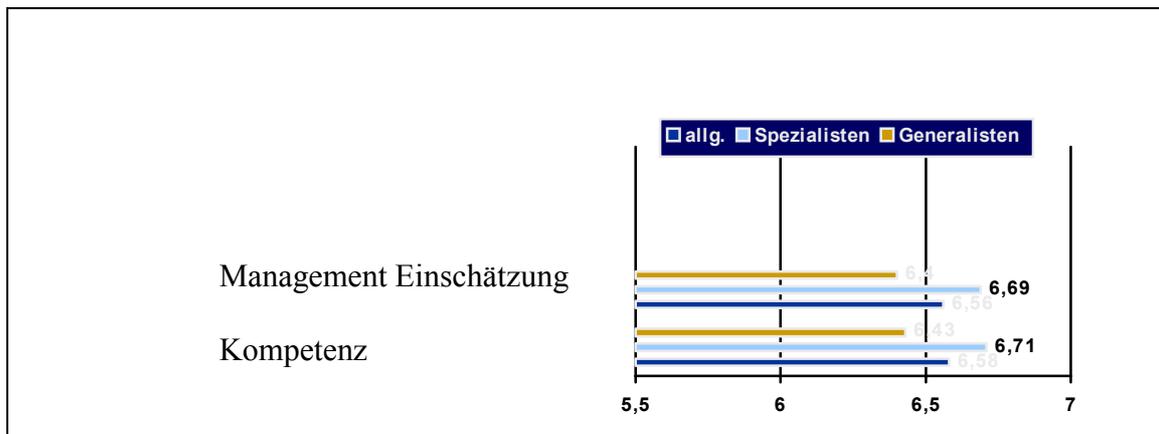


Abb. 3 : Darstellung der Einstellungsunterschiede zwischen Spezialisten und Generalisten.

Beim Vergleich von Auffälligkeiten und Unterschieden bei „Heavy-Usern“ und „Pickern“ fand man, dass es den „Pickern“ tendenziell wichtiger ist, ihre Meinung mit anderen auszutauschen. Interpretiert werden könnte dies damit, dass der sporadische Besuch von IR-Veranstaltungen zwar gezielte Informationen liefert, jedoch die große Wahrscheinlichkeit besteht Informationen verpasst zu haben.

Auffällig war, dass bei „Heavy-User“ der Zusammenhang zwischen Einstellung zur Veranstaltung und Intention zur Teilnahme stärker als bei den „Pickern“.

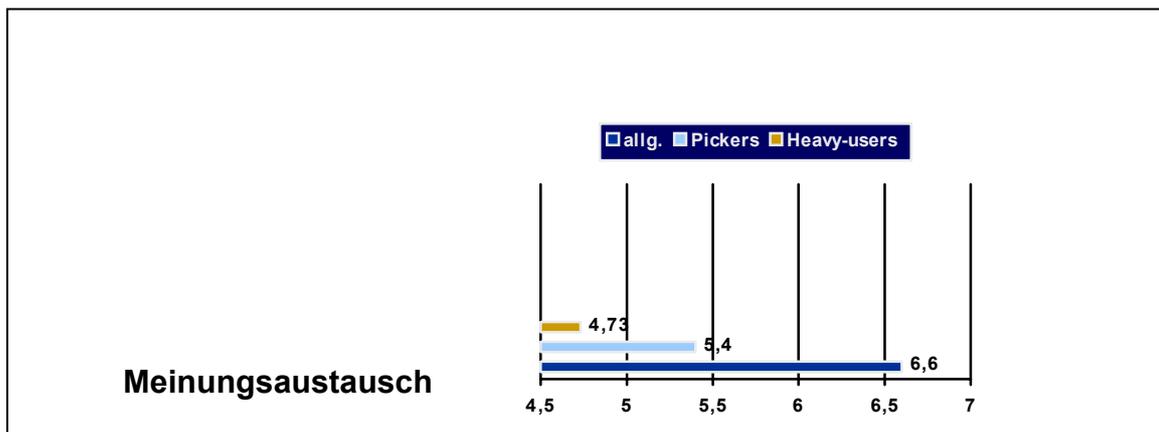


Abb. 4: Differenzierte Betrachtung der Wichtigkeit des Meinungs austauschs von „Pickern“ und „Heavy-Usern“

3.3.2. Soziale Norm

Ob Analysten eine IR-Veranstaltung wirklich besuchen, hängt neben der Einstellung desjenigen auch von der sozialen Norm ab, welche man auch als sozialen Druck bezeichnen kann. Dieser wird durch zwei Komponenten gebildet.

Erstens durch die kognitive, welche durch normative Erwartungen geprägt wird. Ein Beispiel hierfür wäre die Erwartung einer Person, dass eine Bezugsgruppe oder ein Individuum der Ansicht ist, dass die Person ein fragliches Verhalten ausüben oder unterlassen soll. Im täglichen Leben könnte dies durch Anforderungen von Vorgesetzten, Unternehmensvertretern und dem Analytenumfeld präsentiert sein.

Die zweite Komponente des sozialen Drucks stellt die Motivation der Person dar, diesen Erwartungen dann auch nachzukommen.

Je stärker diese beiden Komponenten ausgeprägt sind, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Analyst an der Unternehmenspräsentation teilnimmt.

Dennoch gibt es hinsichtlich der sozialen Norm Unterschiede zwischen den einzelnen Analytengruppen, welche im Folgenden weiter erläutern werden.

Da Heavy-users aufgrund intensiverer IR-Nutzung eine persönlichere Bindung zu den Unternehmen bzw. den Unternehmensvertretern entwickeln, ist der soziale Druck hinsichtlich der Erwartung, dass das Unternehmen mit der Teilnahme des Analysten rechnet, für diese sehr groß. Sie wollen die guten Beziehungen durch eine Nichtteilnahme nicht aufs Spiel setzen, da sie ansonsten eventuell mit Sanktionen seitens des Unternehmens z.B. durch Absage von Einzelgesprächen o.ä. rechnen müßten.

Pickers dagegen sind fast immun gegen den sozialen Druck seitens der Unternehmen, da sie einer anderen Argumentationsstrategie bei der Kosten-Nutzen-Rechnung unterliegen, was aber an einer anderen Stelle ausführlich erläutert werden wird (siehe hierzu Kosten-Nutzen-Rechnung).

Spezialisten und Generalisten unterscheiden sich nicht groß hinsichtlich der sozialen Norm durch die Unternehmen. Letztendlich hat das Konstrukt des sozialen Drucks jedoch bei Spezialisten einen größeren Einfluß auf die Intention zur Teilnahme an IR-Veranstaltungen, da sie sich als Fachmann für das jeweilige Unternehmen betrachten. Um sie zu einer Teilnahme zu bewegen, wäre es vorstellbar zusätzlich zur schriftlichen Einladung, telefonisch Nachzufassen, um die Wichtigkeit der Präsentation zu verdeutlichen und vielleicht eine verbindliche Zusage einholen zu können.

Auch eine persönliche Einladung an den Vorgesetzten des Analysten könnte wirkungsvoll sein, denn selbst wenn dieser sehr wahrscheinlich absagt, so wird er wohl doch seinen zuständige Analysten beauftragen an der Veranstaltung teilzunehmen.

Da bei der Betrachtung hinsichtlich des sozialen Drucks zwischen Juniors und Seniors kein signifikanter Unterschied festzustellen ist, wird hier nicht näher auf sie eingegangen.

3.3.3. Sozialer Vergleich

Um sich eine möglichst objektive Meinung über ein Objekt bilden zu können, über welches nicht ohne weiteres eine generelle Aussage gemacht werden kann, bedient man sich oft des sozialen Vergleiches. Als Informationsquelle hierzu bietet sich die Bezugsgruppe an, die man als sich selbst ähnlich wahrnimmt.

Möchte man z.B. eine Aussage über den Ausgang eines Fußballspieles treffen, so diskutiert man dies am Besten mit Fans des Vereins oder besser gleich mit dem Trainer oder den Spielern selbst. Ein Austausch mit „Tierschützern“ hingegen dürfte zu einem recht spekulativem Ergebnis führen.

Aus dem gleichem Prinzip greift der Analyst bei seiner Meinungsbildung über eine Unternehmen o.ä. auf möglichst ähnliche Quellen zurück.

Außerhalb von IR-Veranstaltungen kann sich der einzelne bei z.B. Telefongesprächen, Weiterbildungen, Analysten-Stammtischen etc. mit anderen Analysten vergleichen.

Besonders aber während Unternehmenspräsentationen ist die Möglichkeit zum sozialem Vergleich gegeben. Dabei wird vor allem die Meinung der Finanzanalysten übernommen, die bei der Financial Community im Ruf stehen, qualitativ besonders wertvolle Aussagen zu treffen. Die Anwesenheit solcher Staranalysten läßt die Teilnahme an dieser IR-Veranstaltung noch lohnenswerter erscheinen.

Aber auch ein Austausch mit dem Management wird angestrebt. Denn die Untersuchungsergebnisse zeigen, dass Analysten allgemein bei ihren Vergleichen eher zum Management tendieren, da sie dort die wertvolleren Informationen und adäquatere Gesprächspartner vermuten. Einzelgespräche werden hierbei besonders angestrebt. Dies dürfte vor allem für solche Finanzanalysten gelten, die sich selbst als Experten für das betrachtete Unternehmen ansehen (Spezialisten).

Juniors haben im Verhältnis zu Seniors ein ausgeprägtes Motiv zum sozialem Vergleich mit Analystenkollegen. Denn möglicherweise aufgrund ihrer geringen Erfahrung besteht bei ihnen das Interesse an einer Validierung ihrer Einschätzung vor deren Veröffentlichung.

Seniors glauben, dass man Analystenkollegen prinzipiell eher trauen kann (oder sollte!) als dem Management, da das Unternehmen natürlich daran interessiert ist, möglichst gut dazustehen. Juniors verhalten sich diesbezüglich eher indifferent.

Betrachtet man das Verhalten von Juniors und Seniors bezüglich des sozialen Vergleiches mit Staranalysten-Einschätzungen, so finden sich keine Unterschiede mehr.

Daraus ergeben sich für Unternehmen verschiedene Einflußmöglichkeiten auf die Teilnahmewahrscheinlichkeit von Analysten.

Um möglichst viele Seniors anzulocken bietet sich an mit folgenden Punkten zu werben:

- Einladung von Staranalysten
- aufwarten kompetenter Gesprächspartner
- offener und ehrlicher Meinungsaustausch
- offene Unternehmensdarstellung

Juniors geben sich meist mit weit weniger Aufwand zufrieden. Bei ihnen wirkt oft schon die Anwesenheit kompetenter Unternehmensvertreter überzeugend.

Die Möglichkeit des sozialen Vergleich wirkt sich auch auf das Verhalten einzelner Analystentypen bei einer IR-Veranstaltung aus. Diesbezüglich finden sich folgende Unterschiede zwischen Heavy-users und Pickers.

Die Routine im Umgang mit Unternehmensvertretungen könnte bei der Diskussionsfreudigkeit eine Rolle spielen, denn während Heavy-users eher dazu bereit sind, ihre Meinung zu vertreten, verhalten sich Pickers mehr zurückhaltend. Dies liegt wohl an ihrer geringeren Erfahrung. Aus Angst sich vor versammelter Mannschaft zu blamieren, stellen sie daher auch meist nur Fragen von allgemeinem Interesse, während Heavy-users versuchen die Unternehmensvertreter schon mal mit „unbequemen Fragen“ herauszufordern.

Bezüglich des Anpassungsdrucks lassen sich beide Gruppen von Staranalysten in ihrer Meinungsbildung beeinflussen, während die Meinungen von Kollegen nur von Pickers zum Vergleich herangezogen werden.

Zwischen Spezialisten und Generalisten gab es keinen signifikanten Unterschied.

3.3.4. Differenzierte Kosten-Nutzen-Betrachtung

Die Entscheidung über die Teilnahme an IR-Veranstaltungen müssen vom Analysten durch eine rationale Beurteilung des Informationsnutzens und der relevanten Kosten dafür getroffen werden.

Die Informationsnutzen liegen dabei im Informationsoutput durch die Veranstaltung und im Treffen wichtiger Leute.

Mögliche Kosten teilen sich auf in monetäre Kosten für den Arbeitgeber z.B. Reisekosten, Spesen etc., monetäre Kosten für den Analysten, nämlich alles was über die Spesen hinausgeht und in Opportunitätskosten, welche entstehen, weil Arbeit in der Zeit der Teilnahme unerledigt bleibt.

Bei der Kosten-Nutzen-Betrachtung erwarten Seniors eher als Juniors, dass ihnen bei der Teilnahme an einer IR-Veranstaltung hohe Opportunitätskosten entstehen.

Juniors haben im stärkeren Maße als Seniors Reisekostenbudgets zu beachten und eventuell um Genehmigung zur Teilnahme zu fragen, da sie in der Firmenhierarchie meist am Anfang stehen. Aus Einkommensgründen sind ihre eigenen Kosten für sie relevanter als für Seniors, was Unternehmen oft dazu nutzen, um sie mit kompetenten Gesprächspartnern, hohen sonstigen Nutzen (Buffet, Socialising, etc.) und reduzierten monetären Kosten zum Kommen zu bewegen.

Auf Grund der höheren Gesamtkosten werden Juniors oft zu Pickers.

Im Gegensatz dazu befinden sich unter den Heavy-users viele Seniors, die nicht auf monetäre Kosten oder auf eine Teilnahmeerlaubnis seitens Vorgesetzter achten müssen.

Heavy-users achten zudem weniger auf Kosten, da sie die Strategie verfolgen, durch intensive Veranstaltungsbesuche eine möglichst valide Prognose erstellen zu können und nehmen diese somit eher in Kauf.

Wer nur wenige Unternehmen beobachtet (wie Spezialisten) wird eventuell jede Möglichkeit zur weiteren Informationsgewinnung nutzen. Dadurch relativieren sich dann die Opportunitätskosten. Zusätzlich haben Spezialisten ohnehin mehr Zeit für die Analyse eines einzelnen Unternehmens. Monetäre Kosten für den Analysten und den Arbeitgeber halten sich auch gering, da IR-Veranstaltungen nur selten besucht werden.

Insgesamt ist bei Spezialisten ein besonderes Interesse an Einzelgesprächen zu beobachten. Diese geben ihnen die Möglichkeit spezielle Fragen zu formulieren, dabei der Diskreditierung bei all zu speziellen Fragen zu entgehen und Partikularwissen aufzubauen, ohne ihr Wissen dabei vor anderen Preis zu geben. Des Weiteren bekommen sie vom Management eine direkte Bewertungsinformation über ihre Meinung.

3.3.5. Informationsarten

Um eine gute Analyse zu erstellen greift der Analyst auf verschiedene Arten von Informationen zurück, den sogenannten analyserelevanten Informationen, welche sich untergliedern in:

- Sachinformationen: Die einfache Darstellung „nackter Tatsachen“ wie, z.B. Daten aus Jahres- oder Quartalsabschlüssen.
- Bewertungsinformationen: (subjektive) Einschätzungen über die zukünftige Geschäftsentwicklung wie bspw. Umsatz- oder Ertragsprognosen.
- Bestätigungsinformationen: Informationen, die zur Validierung der eigenen bisher gefaßten Meinung dienen.

Bei der Übermittlung von Sachinformationen kann der Analyst dem Management eher vertrauen als bei den anderen beiden Informationstypen, denn diese Art von Information basiert auf Fakten.

Im Vergleich verschiedener Informationsquellen wie z.B.:

- Unternehmen
- Zeitungen und Zeitschriften
- sonstige Informationsquellen wie Verbänden und Institute
- andere Analysten

stehen die Unternehmen als Informationsquelle (also auch durch IR-Veranstaltungen) bei allen Analystentypen an erster Stelle.

4. Schluß

Die Präsentation zeigt wie Analysten möglicherweise differenziert werden können und welche Maßnahmen ein IR-betreibendes Unternehmen ergreifen kann, um die Voraussetzungen für eine effiziente Kommunikation zu schaffen.

Kommunikation im Allgemeinen definiert sich dabei folgendermaßen:

„Alle Prozesse, die einen Sender, Empfänger, einen Kommunikationsmodus oder –kanal, eine Botschaft oder Nachricht und eine auf Empfang erfolgende Verhaltensänderung oder allgemeine einen Effekt gleich welcher Art, als analytische Einheiten aufweisen.“

Dabei stellt die Aktiengesellschaft den Sender dar,

die Analysten den Empfänger,

und die IR-Veranstaltung den Kommunikationsmodus.

Die Botschaft ist zum einen informativ, denn sie liefert die Fakten über ein Unternehmen und zum anderen appellativ, denn sie möchte die Analysten überzeugen, im Sinne des Unternehmens zu handeln. Daraus resultiert die Verhaltensänderung, möglicherweise eine positive Unternehmensbewertung.

Zusammenfassung:

Aktiengesellschaften betreiben Kommunikationspolitik mit Analysten in Form von IR um eine angemessene (hohe) Bewertung der eigenen Aktien zu erzielen. Um erfolgreiche IR zu betreiben, ist es für Unternehmen wichtig ihre Kommunikation auf die jeweilige Zielgruppe zuzuschneiden. Da Analysten keine homogene Gruppierung darstellen, sondern sich in ihrem Verhalten stark voneinander unterscheiden (Seniors vs. Juniors, Heavy-users vs. Pickers und Spezialisten vs. Generalisten) ist es für Unternehmen wichtig die einzelnen Analystentypen differenzieren zu können, um dann gezielt auf sie einzuwirken.

Allen Analysen gemein jedoch ist, daß sie eine kompetente, transparente und umfassende Unternehmensdarstellung erwarten, deren Basis wiederum nur durch eine offene Kommunikation geschafft werden kann.

Vorhersagefehler bei Finanzentscheidungen

Der Einfluß von Wahrnehmungsverzerrungen, Kontrollüberschätzung und Rahmenbedingungen als mögliche Determinanten suboptimaler Entscheidungsstrategien bei Portfolio - Investment

Actively managed vs. Index funds

Fondmanager entscheidet über Kauf und Verkauf von Werten ; keine Kontrolle durch den Anleger über die Zusammenstellung; Gebühren als systematische Verwaltungskosten
Index Fonds (Zertifikate) beinhalten unveränderliche Werte unterschiedlicher Repräsentativität ; statistisch meist bessere Erträge

1. Zahlen

- **Zwischen 1981 und 1996 Zuwachs um jährlich 16,4% (S&P)**
- **Für verwaltete Fonds nur 14,4%**
- **84% aller verwalteten Fonds liegen unter dem Marktdurchschnitt**
- **Der Marktanteil der Zertifikate liegt bei gerade 8% !!!**

2. Überblick

- **Theoretisch relevante allgemeine Urteilsfehler**
- **Ableitung konkreter Hypothesen**
- **Experimentelle Überprüfung**
- **Kritische Diskussion der Ergebnisse**

Ausgangsüberlegung der Autoren (Harvard Uni) wie die offensichtliche Diskrepanz zwischen Leistung und Beliebtheit a.m. zu erklären ist

Zwei psychologischen Faktoren : Glaube an überdurchschnittliche Fähigkeiten und Faktoren die die wirkliche Leistung mindern

3. Urteilsfehler

- **Positive Illusion**
 - **Positive Selbsteinschätzung , Illusion der Kontrolle**
 - **Unrealistischer Optimismus**
- **Verankerungsheuristik**
 - **Mangelnde Adjustierung nach Verankerung**
 - **Mangelnde Regression zum Mittelwert**
- **Framing Effects**
 - **Orientierung an nominellen Werten**
 - **Sensitivität für kurzfristige Verluste**

Positiv Illusions

Die meisten Menschen sehen sich selbst als bessere Fahrer, attraktiver und intelligenter als der Durchschnitt
Auch in ihrer Fähigkeit überdurchschnittliche Investitionen zu tätigen (Wood 1997)

Kontrollüberzeugung

Würfelversuch von Strickland, Lewicky & Katz 1966
Betriebslotterie von Langer 1975

Unrealistischer Optimismus

Folge illusionärer Kontrolle
Geringere Wahrscheinlichkeit für einen selbst Opfer eines Verbrechens zu werden, als Gleichaltrige
Geringere Wahrscheinlichkeit für einen Autounfall (Robertson 1997)

Mangelnde Adjustierung nach Verankerung

Erster Eindruck bleibt trotz Widerlegung
Konzentration auf einen Faktor (hier vergangene Leistung); Nichtbeachten von Umständen

Mangelnde Regression zum Mittelwert

Überschätzung der Diagnostizität eines Cues (Körpergröße, Abiturnote)
Spontanremission in der klinischen Psychologie

Orientierung an nominellen Werten

Statt an inflationskorrigierten Werten
Shafir, Diamond & Tversky :
2%ige Lohnerhöhung in Zeiten 4%iger Inflation stellt zufriedener als 2%ige Lohnkürzung

Sensitivität für kurzfristige Verluste

Thaler et.al. (1997):

Vp hatte Zuteilung zu zwei verschiedenen Fond zu treffen ; Fond A Mittelwert Ertrag von 0,25% und s von 0,18% und Fond B mit E(1%) und s(3,5)
 Zwei Ergebnisse:
 Bevorzugung von A (58%) trotz höherer Erwartung (aber öfter Minus)
 Bei Einführung von 10%iger Inflation und damit weniger Minus rationalere Entscheidung (72% für B)

4. Hypothesen

- **H1 : Überschätzung ihrer**
 - A) **vergangenen...**
 - B) **zukünftigen...**

...Leistung im Vergleich zur Marktlage

Tendenz der überwiegend positiven Selbstbewertung führt zu Überschätzung der Vergangenen Leistung und illusionäre Kontrolle und unrealistischer Optimismus zu Überschätzung zukünftiger Leistung

- **H2 : Verringerte Tendenz zur Selbstüberschätzung bei schlechter Marktlage**

Das Beibehalten positiver Illusion sollte bei positiver Verstärkung (gute allgemeine Marktlage) besser gelingen
 Geringer Sensitivität gegenüber Opportunitätskosten

Mood as Information (genauere Informationsverarbeitung)

- **H3 : Überschätzen des Zusammenhangs von vergangener und zukünftiger Leistung eines Fonds**

Wegen Nichtberücksichtigen der Umstände und Überschätzung der Diagnostizität

Tatsache ist eine Tendenz auf den Mittelwert

- **H4 : booming markets will result in greater satisfaction than depressed markets**
- **H5 : Die Tendenz zum Wechseln zwischen zwei Fonds wächst mit :**
 - A Verschlechterung der Marktlage insgesamt
 - B Relativem Minderertrag des Fonds

Durch höhere Zufriedenheit H4 und Überschätzung des Zusammenhangs H2 sollte die Tendenz zum Wechseln mit schlechterer Marktlage und relativer Leistung des Fonds jeweils abnehmen

- **H6 : Depressed markets will be associated with more frequent selection of index funds than will booming markets**

Geringere Rendite erhöht die Motivation zum Vergleich mit dem Markt insgesamt und führt zum Erkennen der Überlegenheit der Index-Fonds
(Bsp: 12% Rendite stellt immer noch zufrieden auch wenn der Durchschnitt bei 15 liegt.)

5. Das Experiment

- **Kurse von 10 großen Fonds der Jahre 85-94**
- **20 Durchgänge zur Umschichtung (alle 6 Monate)**
- **Informationen über Leistung , kurze Beschreibung**
- **Fees as expense ratios and front loads**
- **Depressed vs. Booming market condition**
- **80 Vpn (Bwl- Studenten) meist weiß und männlich**
- **Als Heimversuch ; keine Belohnung**
- **Fragebogen über Expertise , Zufriedenheit mit Leistung und Erwartung für den nächsten Zeitraum**

6. Bestätigte Hypothesen

- **Komplex 1 : Überschätzung der Leistung**

Überschätzung der zukünftigen Leistung:

Varianzanalyse über die Versuchsbedingungen und die Vorhersagefehler
Ergibt signifikanten Haupteffekt für die Vorhersagefehler und für die Bedingungen
Wechselwirkung ist n.s. (inhaltlich Hypothese 2)

Vergangene Leistung:

Überschätzung der eigenen Leistung auch hier (im Durchschnitt 8% unter dem Index bei gleichzeitigem Glaube den Index erreicht zu haben)
Auswertung der Selfratingskalen mit dem Vorzeichentest:
47 über 15 korrekt und 18 unter tatsächlicher Leistung >>> $p < 0.01$
Wieder kein signifikanter Einfluß der Marktbedingung

- **H3 : gleiche Trenderwartung**

Nach Standardisierung zeigt sich eine positive Korrelation zwischen vergangener und erwarteter Leistung.

In Wirklichkeit negativer Korrelation ($r=-0,08$) zwischen Ausgangswert und Veränderung
Daraus resultiert eine negative Korrelation zwischen erwarteter und tatsächlicher
Veränderung von $-0,11$.

- **H4 : Höhere Zufriedenheit in booming markets**

Aufmerksamkeit auf nominelle Werte

- **H5b: Umschichtung bei schlechter Rendite im Vergleich zum Markt**

- Mit Gebühren $r= - 0,47$ ohne $- 0,24$
- 1% Wechsel pro Durchgang kostet 2741 \$

Wechselhäufigkeit ist mit weniger Rendite korreliert

Nach Standardisierung und Kostenbereinigung >>> häufiges Wechseln ist sowohl Ursache als
auch Grund schlechter Rendite

100000\$ Einsatz und 350000 \$ Ausgabe

7. Nichtbestätigte Hypothesen

- **H2 : Bei schlechterer allgemeiner Marktlage gleiche Leistungsüberschätzung**
- **H5a : Wechselneigung wird ebenfalls nicht von Marktlage beeinflusst**
H6 : Die Akzeptanz von Indexfonds hängt nicht von Marktlage ab

Thema: Ineffiziente Anlageentscheidungen für Investmentfonds - wie sind sie zu verstehen?

Toward an Understanding of Inefficient Consumer Mutual Fund Investment Decisions

von Donald R. Lichtenstein, Patrick J. Kaufmann, Sanjai Bhagat (Februar 1998)

1. Warum entscheiden sich private Geldanleger für Fonds?

Eine Investition in einen Aktienfonds bedeutet, dass Geld in einem Aktienpaket angelegt wird. Dadurch, dass die Anlage aus vielen einzelnen Aktien besteht, verringert sich das Anlagerisiko insgesamt.

Ausserdem sind Transaktionskosten bei Fonds geringer, d.h. Gebühren bei Kauf und Verkauf fallen aus ökonomischen Gründen niedriger aus.

Ein wichtiges Argument, welches für eine Investition in einen Fond spricht, ist die aus der Privathand genommene Verwaltung des Aktienhandels. Denn entweder wird der Fond aktiv verwaltet durch einen Aktienfondmanager oder der Aktienbestand richtet sich nach dem aktuellen Börsenindex. Das bedeutet, dass sich der Kleinanleger weniger intensiv um Kauf und Verkauf kümmern muss, da dies auch ohne sein Zutun erledigt wird. Einzelne Aktien werden je nach Marktgeschehen aktiv durch den Investmentfondmanager oder passiv bei Indexfonds aus dem Aktienpaket genommen. Der Privatanleger hat lediglich die Entscheidung darüber zu treffen, in welchen Fond er am besten investieren soll.

2. Investmentfonds vs. Indexfonds

Der Begriff Aktienfond umfasst sowohl passive als auch aktive Fonds. Passive Fonds werden auch als Indexfonds bezeichnet. Sie bilden einen Index ab. Im Index sind die Unternehmen mit aufgenommen, welche die größte Marktkapitalisierung im jeweiligen Wirtschaftsbereich verzeichnen können. Die Marktkapitalisierung errechnet sich aus dem Aktienumsatz pro Tag und dem Börsenwert (= Aktienwert x Anzahl an Aktien). Dieser Index wird nur einmal jährlich neu errechnet. Zudem haben Indexfonds feste Laufzeiten. Dies bedeutet, dass das Indexfondanlagegeschäft insgesamt weniger flexibel ist und deshalb ein höheres Risiko birgt. Beispiele für Indexfonds sind der DAX (Schwerpunkt liegt auf Wertaktien), der NEMAX (Schwerpunkt liegt auf Wachstumsaktien) oder der S&P500 auf dem amerikanischen Aktienmarkt.

Gegenüber den passiven Fonds stehen aktive Fonds, auch Investmentfonds genannt. Diese zeichnen sich durch ein professionelles Management aus. Investmentfonds bestehen meist aus Aktien mit bestimmtem Anlageschwerpunkt, z.B. Biotech, deutsche Standardwerte, Banken/Versicherungen. Die Laufzeit ist unbegrenzt. Dies spricht für Investmentfonds, da nicht zu einem bestimmten Termin gekauft, bzw. verkauft werden muss, und so schneller auf mögliche Marktveränderungen reagiert werden kann. Allerdings entfallen bei aktiv durch einen Fondmanager verwalteten Fonds höhere Gebühren, neben Ausgabeaufschlägen nämlich auch bis zu 4% Managementgebühren.

3. Efficient Market Theory

Die *"Efficient Market Theory"* postuliert, dass der Markt ein eigenständiges, komplexes Gebilde ist, welches sich selbst reguliert durch seine Teilnehmer, also durch Angebot, Nachfrage und die Unternehmen selbst, d.h. deren Leistung und Gewinne, etc. Hierbei spielen also eine Vielzahl von Faktoren eine Rolle. Je schneller sich Aktienkurse an sich verändernde Voraussetzungen anpassen, desto effizienter gestaltet sich der Markt an sich. All die Faktoren und Informationen, die die Leistung eines Unternehmens widerspiegeln, werden am besten durch das Unternehmen selbst repräsentiert, durch den aktuellen Aktienkurs. Der aktuelle Aktienkurs beinhaltet demnach alle Informationen. Fondmanager, deren Aufgabe es ist, auf Grund ihrer Professionalität einen Fond so zu führen, dass größtmögliche Gewinne dabei herauspringen, können all diese ausschlaggebenden Komponenten nicht vorhersagen, nicht bevor sich diese bereits im Markt auswirken konnten. Demnach kann die vergangene Leistung eines Unternehmens nicht die zukünftige prophezeien. Ein perfektes Modell über das Marktgeschehen lässt sich also nicht entwickeln. Daraus ergibt sich, dass Indexfonds als Anlageobjekt am sinnvollsten sind, da man so direkt in den Markt investiert und sich jede Veränderung sofort auch in der eigenen Investition manifestiert, ohne die Veränderungen selbst zu kennen. So sind theoretisch die größtmöglichen Gewinne zu erwarten, zumal bei Indexfonds keine hohen Managementgebühren zu entrichten sind.

Neben diesem theoretischen Postulat zeigen auch empirische Untersuchungen, dass passive Indexfonds höhere Gewinne verzeichnen als aktive Investmentfonds. Beispielsweise hat Gruber im Zeitraum von 1985 bis 1994 die Performance von aktiven und passiven Fonds miteinander verglichen. Dabei hat er insgesamt 270 offene Fonds aus dem amerikanischen Markt mit dem Index verglichen. Das Anlagevolumen belief sich auf fünfzehn Millionen US-Dollar, was dreiviertel des Gesamtvolumens von Aktienfonds auf dem US-Markt ausmacht. Dies spricht für die außerordentliche Repräsentanz der Studie. Auch Fonds, die in diesem Zeitraum Pleite gingen wurden mit -100% Wertentwicklung berücksichtigt (d.h. Umgehung des Survivorship-Bias). Nach einer Risikoadjustierung ergab sich für die aktiven Fonds eine 0,65%ige schlechtere Performance im Vergleich zum Index.

4. Gründe für ineffiziente Anlageentscheidungen

Trotz der Gründe, die für eine Investition in Indexfonds sprechen, entscheiden sich die meisten Kleinanleger dennoch für Investmentfonds. Zwar steigt die Popularität von Indexfonds, allerdings nur von Seiten institutioneller Investoren. Warum dies so ist und warum sich private Anleger für Investmentfonds entscheiden soll im folgenden beleuchtet werden.

4.1 Mangelndes Erkennen des Widerspruches von Seiten der Anleger

Laut einer Umfrage vergleichen die wenigsten Investmentfondanleger ihre Rendite mit dem aktuellen Index, wodurch die Ineffizienz ihrer Investition natürlich nur schwer ersichtlich werden kann. Stattdessen zieht ein großer Teil der Anleger keinerlei Vergleichsmaßstab heran, oder vergleicht die Performance des eigenen Fonds mit der anderer Fonds, mit dem banküblichen Zinssatz oder mit einer selbst festgelegten Benchmark, von z.B. 10%.

Außerdem vermittelt das Investieren in Investmentfonds das Gefühl von eigener Kontrolle und größerer Entscheidungsfreiheit. Man entscheidet sich eigenständig und bewusst für einen bestimmten Fond. Eine persönliche Entscheidung hat immer zur Folge, dass man stärker

hinter dieser Entscheidung steht. Um eine mögliche Dissonanz (Gründe, die gegen die Güte der Entscheidung sprechen könnten) zu vermeiden, werden deshalb nur selektiv die Informationen wahrgenommen, die für die Entscheidung sprechen, bzw. werden gegenläufige Informationen verharmlost oder als unglaubwürdig angesehen. Bsp.: Ein Fondmanager wählt zehn Fonds, die seiner Meinung nach die Indexperformance übersteigen. Tatsächlich schaffen dies nur fünf der zehn Fonds. Die anderen Fonds weisen eine schlechtere Performance auf. Nichtsdestotrotz glaubt der Fondmanager an sein Können und ist der Meinung, seine Professionalität ermögliche ihm diese "hohe" Trefferwahrscheinlichkeit.

4.2 Art der Informationsquelle

Investmentfondonleger ziehen meist nicht-wissenschaftliche Quellen zur Entscheidung heran. Eine wissenschaftliche Quelle wäre beispielsweise die empirische Untersuchung von Gruber, deren Ergebnisse eindeutig für Indexfonds sprechen.

.....die Rolle des Brokers

In einer Umfrage von Alexander gaben 1956 31% der Fondinvestoren an, bei ihrer letzten Investition einen Broker zu Rate gezogen zu haben. Davon gaben 39% an, dieser sei die beste Informationsquelle im Börsengeschäft. Für die meisten nimmt der Broker die Rolle des Ratgebers ein, denn die Rolle des Verkäufers. Grund hierfür ist wohl die Komplexität des Börsenmarktes und die daraus resultierende Unsicherheit des Privatinvestors. Der Markt stellt ein kompliziertes Gebilde dar, so dass man sich allzu gerne auf professionelle Hilfe beruft. Zudem ist es äußerst schwierig sich Informationen zu beschaffen, da entsprechende Literatur oft noch mehr Verwirrung stiftet als beseitigt (Stern: "Fund prospectus are unwieldy, unreadable and often unread").

.....zur Rolle der Werbung

Anleger lassen sich oft blenden durch die falsche Annahme eines Zusammenhangs zwischen Werbepresenz und finanzieller Stärke/Produktqualität. Dass die Werbung für Investmentfonds deshalb gängiger ist, weil dafür auch eine größere Lobby vorhanden ist (Fondmanager, dahinterstehende Institutionen), d.h. die Werbung aus Gründen zu Gunsten des Verkäufers existiert, ist für viele nicht klar.

.....die Rolle der bisherigen Wertentwicklung

Oftmals werden überdurchschnittliche Rendite in der Vergangenheit als Aushängeschild missbraucht, obwohl vergangene Performance kein Prädiktor für die zukünftige Wertentwicklung ist (siehe 3.).

.....die Rolle einer angenommenen positiven Kosten-Nutzen-Beziehung

Hinzu kommt, dass Anleger, die in aktive Fonds investieren, ihre Fehlinvestition in die hohen Managergebühren nicht wahrnehmen. Sie sind der Meinung "that you get what you pay for". Bei der Umfrage von Alexander gaben 20% der Befragten an, dass für sie die höheren Kosten

bei Investmentfonds automatisch höhere Rendite implizieren. Durch diesen Irrglauben verzichten diese auf die Beschaffung objektiver Informationen, verlassen sich stattdessen ganz und gar auf ihren Fondmanager.

.....zur Rolle der Medien

Auch die Medien tragen dazu bei, dass bei den Konsumenten ein verzerrtes Bild von Fonds verbreitet ist. In erster Linie wird in den Medien über Investmentfonds berichtet, kaum über Indexfonds. Außerdem sind in den vielen Finanzzeitschriften allzu oft Investmentfondratings oder post-hoc Erklärungen für die jüngsten Wertentwicklungen zu finden, was den Eindruck hinterläßt, man könne die Performance berechnen. Tatsache ist, dass sich im nachhinein für jegliche Wertentwicklung Gründe finden lassen und dass es in den Medien fast völlig außer Acht gelassen wird, dass es insgesamt nur ein kleiner Prozentsatz der Investmentfonds schafft, den Markt zu übertreffen. Fraglich ist nur, ob sich die Medien nach den Verbrauchern richten oder umgekehrt.

5. Preis- und Wertbewusstsein

Fazit: Passive Investoren sind preis- und wertbewusster, als aktive.

Preisbewusstsein: Ziel des Konsumenten ist möglichst wenig zu zahlen

Wertbewusstsein: Ziel, gezahlter Preis steht in guter Relation zur erreichten Qualität (hohe Rendite)

Investmentfonds: active managed funds

Indexfonds: passive managed funds

Investmentfonds beinhalten gegenüber den Indexfonds zusätzliche Gebühren sowie ein höheres Risiko.

Konsumenten müssten die Fondskosten als Kriterium in ihre Investmentwahl mit einbeziehen. Demnach müssten sie sich für den Indexfond entscheiden.

Eine Untersuchung zeigte, dass Konsumenten nicht sehr sensitiv gegenüber Kosten sind.

Eine Befragung der Investoren direkt nach einer Transaktion ergab, dass nur 20% überhaupt fähig waren eine Schätzung über die Größe ihres Investmentfonds zu geben und 60% keine Zahlenangaben zu ihrem gerade getätigten Kauf machen konnten.

Dies zeigt, dass aktive Investoren Preis und Wert nicht so gut abwägen, wie passive Investoren.

6. Wahl

Fazit: Aktive Investoren sind risikofreudiger, als passive Investoren.

Indexfonds werden aus dem Index zusammengestellt. In einem Index sind die erfolgreichsten Firmen eines Landes oder einer Branche vertreten. Demnach orientieren sich Indexfonds nah am Markt und sind weniger risikobelastet, als Investmentfonds, die sehr starken Schwankungen unterliegen können.

In einer Untersuchung der Risikobereitschaft wurden verschiedene Einstellungen gegenüber dem Risiko festgestellt.

a) naive Investoren

- haben blindes Vertrauen zum Broker oder
- wählen Investmentfonds ohne fundiertes Wissen aus.

b) risk seeker

- versuchen auf spannende, interessante Art und Weise Geld zu verdienen,
- haben Spaß, Interesse am Spekulieren
- Reiz, dass sie eine Schlussfolgerung gemacht haben, die sonst keiner gewagt hätte.

7. Allgemeines und situationsspezifisches Vertrauen

Fazit: Aktive Investoren haben:

- 1. höheres allgemeines Vertrauen in ihren Entscheidungsprozess**
- 2. höheres situationsspezifisches Vertrauen in ihre Fähigkeit, den Markt zu übertreffen, als passive Investoren.**

Selbstvertrauen basiert auf:

a) allgemeines Vertrauen

Das Selbstvertrauen, besser zu sein als der Markt, ist auf das allgemeine Selbstvertrauen Entscheidungen zu treffen, zurückzuführen.

b) situationsspezifisches Vertrauen

Situationen, die Fertigkeit und Geschick erfordern, werden auch immer zum Teil vom Zufall beeinflusst. Aber auch Situationen, die scheinbar nur durch den Zufall bestimmt werden, sind dennoch durch Können und Fähigkeiten beeinflussbar. Die Schwierigkeit besteht darin zu trennen, wo das eine anfängt und das andere aufhört.

Getreu der Attributionstheorie werden Gewinne den Fähigkeiten und Verluste dem Zufall zugeschrieben. So wird das Selbstbewusstsein verstärkt. Dies kann auch in eine Überschätzung ausarten:

Kleine Gewinne werden trotz großer Verluste, als Erfolg gesehen. Die Gewinnwahrscheinlichkeit zukünftiger Investments wird überschätzt und optimistisch weitergekauft.

Passive Investoren würden Verluste auf ihre Unfähigkeit den Markt zu übertreffen attribuieren, also global.

Aktive Investoren sehen den Verlust als situationsspezifisches Ereignis und ziehen keine negativen Rückschlüsse auf ihre Fähigkeiten.

8. Möglichkeit der Perfektion

Fazit: Aktive Investoren folgen weniger einer bewährten Investmentstrategie, wenn sie diese davon abhält, unter die Topbroker des Marktes zu kommen und sind wachsamer in der Überwachung ihrer Fonds, als passive Investoren. (Da Indexfonds sicherer gegenüber Marktschwankungen sind, ist eine höhere Überwachung nicht nötig.)

Es gibt jedes Jahr Investmentfonds, die besser sind, als der durchschnittliche Markt. Investoren wollen sich nicht diese Chance den Markt oder andere Investmentfonds zu übertreffen nehmen lassen und vermeiden somit gängige Entscheidungsregeln, die ihnen die Möglichkeit auf ein (fast) perfektes Ergebnis verwähren.

Aufgrund der Marktschwankungen beobachten aktive Investoren den Markt genauer, um rechtzeitig reagieren zu können. Sie sind gezwungen häufigere Transaktionen zu tätigen und sind demnach offener und experimentierfreudiger. Ist ihr Investmentfonds besser als der Durchschnittsmarkt, können sie eine extrem hohe Rendite erzielen.

Passive Investoren folgen der Entscheidungsregel, z.B. in den Durchschnittsmarkt (Index) zu investieren. Da Indexfonds konstanter im Kurs sind, ist keine so häufige Überwachung des Marktes nötig. Er kann somit eine Langzeitperspektive darstellen, z.B. Rentenversorgung. Sie erzielen bessere Rendite, als aktive Investoren, deren Investmentfonds tiefer als der Durchschnittsmarkt gefallen sind.

9. Wissen und Illusion der Kontrolle

2 Faktoren, die zu diesem Perfektionsverhalten dazugehören sind:

1. Wissensstand des Investors
2. Illusion der Kontrolle

In einem Experiment wurde objektives Wissen über Baseball bei Personen mit hohem und mittlerem Wissensniveau getestet.

Die Angaben der Probanden mit mittlerem Wissensstand über Baseball waren genauer und korrekter sowie überschätzten sie sich weniger, als Personen mit hohem Wissensniveau.

Aktive Investoren eignen sich ein höheres objektives Wissen an und haben folglich ein hohes Vertrauen in ihr Wissen und weniger Vertrauen in allgemeine Regeln. Aufgrund des hohen Wissens glauben sie, trotz der Komplexität des Marktes, die Marktlage kontrollieren zu können. Infolgedessen kann **Illusion der Kontrolle** entstehen.

10. Herdentrieb und Arousal

Fazit: Aktive Investoren reagieren auf Preisschwankungen mit einem höheren Erregungslevel und benutzen eher Preisschwankungen des Marktes sowie Medienerklärungen dieser Schwankungen als Information für ihre Investmententscheidungen, als passive Investoren.

10.1 Herdentrieb

Der Wert eines Fonds ist zusammengesetzt aus den einzelnen Werten der Aktien des Fonds. Steigen ein oder mehrere Aktien des Fonds, steigt die Attraktivität und mit ihr die Nachfrage. So kann eine Welle des Kaufes (Boom) oder in umgekehrter Richtung bei sinkender Attraktivität ein Crash entstehen. Viele Investoren gehen davon aus, dass andere Investoren Experten sind und „...so viele können nicht irren...“ Diese werden in Fachkreisen Noise Traders genannt.

10.2 Arousal

Massenschwankungen werden teilweise von emotionalen Faktoren gesteuert, da eine Erregung das Herdenverhalten verstärken kann:

- ein Verkäufer findet erschreckende Preisschwankung oder Info über seinen Fonds
- je erregter der Investor, desto schneller setzt er seine Befürchtungen in die Tat um
- Entstehung eines Teufelskreises möglich (Crash)

Eine Befragung nach einem Crash ergab, dass 23 % von 600 Investoren ein Gefühl der Angst überkam. Begleitende Symptome waren beispielsweise: Konzentrationsprobleme, erhöhter Puls, schwitzige Hände.

Preisschwankungen entstehen durch:

- a) Erregung
- b) Herdenverhalten
- c) Medien (aufgrund von post-hoc Erklärungen über Preisschwankungen)

Aktive Investoren sind Noise Traders, da sie sensibel auf Marktschwankungen reagieren.

11. Diskussion

Investmentfondmanager schaffen es ziemlich selten besser zu sein, als der Markt. Eine Untersuchung von 10 Top-Fondmanager ergab, dass das Zufallsprinzip die beste Trefferquote erzielte.

Warum zahlen Investoren weiterhin hohe Gebühren an Fondmanager, obwohl sie dieses Geld besser anlegen könnten?

Zum einen sind die meisten Investoren nicht oder nur schlecht geschult. Es gibt keine ausreichende Finanzliteratur. Desweiteren gibt es kaum aktuelle und konkrete Angaben zum Markt, z.B. wie viele Investmentfonds es geschafft haben, den Markt zu übertreffen.

Wissen, übermäßiges Selbstvertrauen und die Qualität der Entscheidungen von Risikokapitalgebern

(Knowledge, Overconfidence and the Quality of Venture Capitalists' Decisions)

(von Zacharakis & Shepherd.)

Übersicht:

1. Einleitung
2. "Rationales" Vorgehen des Risikokapitalgebers bei der Entscheidungsfindung
3. Übermäßiges Selbstvertrauen
 - 3.1 Definition
 - 3.2 Typen von übermäßigem Selbstvertrauen
4. Vorgehen von Risikokapitalgebern
 - 4.1 Primärwissen und Metawissen
5. Einflüsse auf die Qualität der Entscheidung
 - 5.1 Der "optimale" Fall
 - 5.2 Der "suboptimale" Fall
 - 5.2.1 Individuelle Faktoren
 - 5.2.2 Kooperation
 - 5.2.3 Art der Information
 - 5.3 Die Beziehung zwischen übermäßigem Selbstvertrauen, Metawissen und der Qualität der Entscheidung
 - 5.4 Die Beziehung zwischen übermäßigem Selbstvertrauen, Metawissen und der Qualität der Entscheidung
 - 5.5 Zusammenfassende Darstellung der Einflußgrößen
6. Empfehlungen für die Verbesserung der Entscheidungsqualität von Risikokapitalgebern
 - 6.1 Zielsetzung
 - 6.2 Einzelne Ziele
 - 6.2.1 Erwerb von Wissen
 - 6.2.2 Instrumente zur Verminderung von übermäßigem Selbstvertrauen
 - 6.2.3 Verwendung linearer Modelle
 - 6.2.4 Feedback über die Qualität der Entscheidung
 - 6.2.5 Bereitschaft zur Veränderung
7. Fazit und Ausblick

1. Einleitung

In den letzten zehn Jahren ist das Interesse an neuen Unternehmen als Anlage für Risikokapital in außerordentlicher Weise angestiegen – man könnte fast sagen “explodiert”. Dabei investieren Risikokapitalgeber in junge Unternehmen, die häufig erst aus vier bis fünf Mitarbeitern bestehen, um es soweit expandieren zu lassen, dass es letztlich an die Börse gehen kann.

Betrachtet man die Zahlen der letzten Jahre, so spiegelt sich auch in diesen das steigende Interesse in diesem Bereich. 1992 wurden \$ 2,5 Milliarden investiert, während es 1995 \$ 7,5 Milliarden und 1996 schon \$ 10,1 Milliarden waren. Es zeigt sich auch, dass die Überlebensrate von jungen Unternehmen höher ist, wenn sie von Risikokapitalgebern statt von Nicht-Risikokapitalgebern mitfinanziert werden. 65 bis 85 % des Portfolios von Risikokapitalgebern überleben, wobei davon etwa 20 % ohne adäquaten Gewinn für diesen ausgehen, was eine kombinierte Versagensrate von immerhin 35 bis 55 % ergibt. Dies legt den Schluss nahe, dass die Einschätzungen der Leistungen von jungen Unternehmen durch Risikokapitalgeber nicht immer richtig sind und es folglich Möglichkeiten zur Verbesserung ihrer Entscheidungen gibt.

Das Vorgehen der Risikokapitalgeber bei ihrer Entscheidungsfindung und die Möglichkeiten, Fehlentscheidungen zu vermeiden, sind das Thema dieser Seminararbeit.

Im ersten Teil werden die wichtigen Begriffe erklärt, die im zweiten Teil in ein Modell integriert werden, das die Einflussfaktoren auf die Qualität der Entscheidung und ihre Beziehungen zueinander darstellt. Im letzten Teil werden Empfehlungen zur Verbesserung der Entscheidungsqualität erläutert und ein kleiner Ausblick gegeben.

2. “Rationales” Vorgehen des Risikokapitalgebers bei der Entscheidungsfindung

Generell sollte ein Risikokapitalgeber für seine Investitionen solche Unternehmen auswählen, von denen anzunehmen ist, dass sie ihren Gewinn aufrechterhalten oder steigern.

Eine “rationale” Annäherung an die Entscheidung für eine Investition in ein junges Unternehmen sollte deshalb folgende Schritte beinhalten:

- ① Problem genau definieren
- ② Alle Kriterien identifizieren
- ③ Alle Kriterien bezüglich ihrer Vorzüge gegeneinander abwägen
- ④ Alle relevanten Alternativen kennen
- ⑤ Jede Alternative zu jedem Kriterium genau erfassen
- ⑥ Genau kalkulieren und die Alternative mit dem höchsten erwarteten Wert wählen

Stellt man sich nun die Frage, ob Risikokapitalgeber nach diesem Schema vorgehen, so muss man sie klar verneinen, denn auch Risikokapitalgeber planen und handeln wie andere Menschen auch, d.h. auch ihre Rationalität ist beschränkt. Der Mensch strebt im Allgemeinen danach, für einen Entscheidungsprozess vereinfachende Strategien heranzuziehen. Das können Daumenregeln und Heuristiken sein, die (vor allem letztere) durchaus hilfreich sein können, aber auch die Gefahr von Verzerrungen bergen, was letztlich zu Fehleinschätzungen junger Unternehmen führen kann.

3. Übermäßiges Selbstvertrauen

Eine derartige Verzerrung, wie sie im obigen Kontext erwähnt sind, ist das übermäßige Selbstvertrauen. Dieses ist allgemein üblich, durchdringend und hat große praktische Relevanz, wie später noch zu erläutern sein wird. Übermäßiges Selbstvertrauen entsteht oft spontan und ist somit in großem Maße kontextabhängig.

3.1 Definition

Allgemein kann man übermäßiges Selbstvertrauen als die Tendenz definieren, die Wahrscheinlichkeit des Auftretens eines oder mehrerer Ereignisse zu überschätzen. Bezogen auf Risikokapitalgeber bedeutet dies, dass sie die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen, in das sie investieren, erfolgreich ist, überschätzen. Folglich fällen Menschen mit übermäßigem Selbstvertrauen möglicherweise Urteile und Entscheidungen, die extremer sind, als sie sein sollten, um Fehlentscheidungen zu vermeiden.

3.2 Typen von übermäßigem Selbstvertrauen

Griffin und Varey (1996) unterscheiden zwei Typen von übermäßigem Selbstvertrauen:

- ① optimistisches übermäßiges Selbstvertrauen
- ② Überschätzung des eigenen Wissens

Der erste Typ entspricht quasi der obigen Definition von übermäßigem Selbstvertrauen, d.h. durch übermäßiges Vertrauen in das eigene Wissen und damit in die eigene Entscheidungsfähigkeit wird die Leistung eines jungen Unternehmens positiv verzerrt, was zur Fehlentscheidung führen kann.

Der zweite Typ trifft zu, wenn ein Risikokapitalgeber noch keine eigenen (favorisierten) Hypothesen über ein Unternehmen hat und auch nicht auf vorhergehende Ergebnisse seiner Entscheidungen zurückgreifen kann. Diese Risikokapitalgeber neigen dazu, Urteile anderer Risikokapitalgeber aufzugreifen und sie als ihr eigenes Wissen und als ausreichend anzusehen, um eine Entscheidung zu treffen, was in der Tat jedoch zu wenig Information ist. Das eigene Wissen wird also überschätzt, das Selbstvertrauen ist übermäßig und damit ist auch die Gefahr der Fehlentscheidung hoch.

Beide Typen übermäßigen Selbstvertrauens verzerren also die Urteile von Risikokapitalgebern und führen zu mangelhaften Entscheidungen.

Aus diesen Erkenntnissen lässt sich die These ableiten, dass übermäßiges Selbstvertrauen den Entscheidungsprozess der Risikokapitalgeber negativ beeinflusst und somit zu mangelhaften Entscheidungen führt.

4. Vorgehen von Risikokapitalgebern

Grundsätzlich gehen Risikokapitalgeber bei der Entscheidung für die Investition in ein junges Unternehmen derart vor, dass sie ständig neue Unternehmen erfassen, die ein Produkt oder einen Service für die breite Masse von Käufern anbieten.

Der zweite Schritt besteht in der Erfassung der Überlebensfähigkeit dieses neuen Unternehmens, indem möglichst vielfältige Informationen gesammelt werden. Dabei kann z. B. der Wirtschaftsplan eines Unternehmens eine wichtige Informationsquelle sein, aber auch andere Quellen und vor allem die Analyse der Informationen sind wichtige Mittel.

Eine unerlässliche Voraussetzung für das beschriebene Vorgehen ist das Wissen, das der Risikokapitalgeber besitzt und das sich in zwei Arten aufteilt, nämlich Primärwissen und Metawissen.

4.1 Primärwissen und Metawissen

Als Primärwissen werden Fakten, Konzepte und das Wissen über die Beziehungen zwischen den Fakten verstanden. Je größer dieses Wissen eines Risikokapitalgebers ist, desto näher befindet er sich am "rationalen" Entscheidungsprozess. Es wird angenommen, dass die Unterschiede in der Qualität der Entscheidungen von Risikokapitalgebern auf dem unterschiedlich ausgeprägten Primärwissen ebener beruht.

Das Metawissen bezeichnet das Wissen über das eigene Wissen bzw. Primärwissen, d.h. das Wissen darüber, was man weiß und was nicht. Der Vorteil von hohem Metawissen besteht darin, dass der Entscheider seinen Mangel an wichtigem Primärwissen eher realisiert, was zum Streben nach weiterem Wissen führt, wodurch dann wiederum das Primärwissen erhöht wird und somit die Qualität der Entscheidung verbessert werden kann.

Im folgenden Teil der Arbeit werden die erläuterten Begriffe nun integriert und in Bezug gesetzt.

5. Einflüsse auf die Qualität der Entscheidung

5.1 Der "optimale" Fall

Der Risikokapitalgeber kann seine Entscheidung für oder gegen ein neues Projekt unter optimalen oder suboptimalen Bedingungen fällen. Von optimalen Bedingungen sprechen wir, wenn er eine Entscheidung trifft, die allein dem Einfluß der beiden Wissensstrukturen (s. Absatz 5) unterliegt.

Das Primärwissen hilft dem Risikokapitalgeber relevante Kriterien einer Entscheidung zu identifizieren, Informationen gegeneinander abzuwägen und Alternativen zu generieren. Somit ist die Entscheidung um so rationaler, je höher das Primärwissen ist.

Das Metawissen entspricht der Fähigkeit, die Art, das Ausmaß und die Grenzen des Primärwissens zu verstehen. Durch ein gutes Metawissen erkennt der Risikokapitalgeber also Mängel am Primärwissen, denen er durch eine erweiterte Informationssuche oder durch Ausschauhalten nach einem geeigneten Geschäftspartner ausgleichen kann. Das Metawissen beeinflusst so über das Primärwissen die Qualität der Entscheidung; je ausgeprägter das Metawissen ist, desto eher kann der Risikokapitalgeber erkennen, wieviel Faktenwissen zur perfekt rationalen Entscheidung nötig ist.

5.2 Der "suboptimale" Fall

Häufig fallen Risikokapitalgeber ihre Entscheidung unter dem Einfluß von Entscheidungsheuristiken. Diese können zu Verzerrungen (Biases) führen, wie zum Beispiel zu übermäßigem Selbstvertrauen, welches dann die Beziehung Wissensstrukturen - Qualität der Entscheidung beeinflusst.

Bevor wir betrachten, welcher Art diese Beeinflussung ist, werden die Faktoren beleuchtet, die übermäßiges Selbstvertrauen begünstigen.

5.2.1 Individuelle Faktoren

- **Erfahrung**
Durch Erfahrung gewinnt der Risikokapitalgeber an Sicherheit im Umgang mit Risiko und an Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten. Folglich greift er verstärkt auf seine Intuition zurück; er begutachtet eher die Gestalt der Situation als ihre Komponenten.
Erfahrung führt so zu übermäßigem Selbstvertrauen.
Zu beachten ist hier jedoch, dass eine erhöhte Sicherheit bei der Einschätzung der Situation nicht zwangsläufig zu erhöhter Genauigkeit führen muss!
- **Selbstwirksamkeit**
Nach Steele (1988) sind Personen bestrebt, ihren Selbstwert zu erhöhen. Sie berichten eher positive als negative Eigenschaften, bewerten sich selbst im Vergleich zu anderen besser und meinen, eine größere Kontrolle über eine bestimmte Situation zu besitzen als es tatsächlich der Fall ist. Diese hohe, aber ungerechtfertigte Meinung über ihre Fähigkeiten ermutigt sie, in ihren Entscheidungen zu sicher zu sein. Dies führt dann zu übermäßigem Selbstvertrauen.

5.2.2 Kooperation

Um Risiko zu streuen, gehen viele Risikokapitalgeber Kooperationen mit anderen Risikokapitalgebern ein. So hoffen sie, durch den Austausch von Informationen Unsicherheit zu reduzieren. Doch gerade in diesem Teilen von Informationen steckt Potential für übermäßiges Selbstvertrauen.

So kann eine Investitionsempfehlung eines Kooperationspartners einerseits zu einer reduzierten Informationsanalyse des beteiligten Risikokapitalgebers führen. Andererseits kann eine solche Empfehlung auch dazu führen, dass man schon gefällte Meinungen über ein Projekt revidiert. Steier und Greenwood (1995) haben gefunden, dass das Commitment eines Risikokapitalgebers in ein Projekt zu investieren, 3 andere Risikokapitalgeber, die zuvor alle das Projekt ablehnten, ebenfalls dazu überredete.

Das übermäßige Selbstvertrauen der beteiligten Risikokapitalgeber nimmt zudem mit der Reputation des führenden Investors zu. Kann ein Risikokapitalgeber andere Firmen von einem Projekt überzeugen, nimmt auch sein Selbstvertrauen übermäßig zu.

Somit steigt das Selbstvertrauen der beteiligten Risikokapitalgeber, je mehr Risikokapitalgeber in einem Projekt kooperieren. Dies kann als negative Konsequenz zu einem "lemming-like-behavior" führen (Sahlmann & Stevenson, 1985). Wie Lemminge stürzen sich die Kooperationspartner möglicherweise geschlossen in eine Fehlentscheidung.

5.2.3 Art der Information

- Menge

Generell herrscht die Annahme, dass man besser entscheiden kann, je mehr Informationen zur Verfügung stehen. Dadurch steigt mit der Menge der zur Verfügung stehenden Information auch das übermäßige Selbstvertrauen der Risikokapitalgeber. Aufgrund kognitiver Überlastung kann man jedoch nicht alle Quellen berücksichtigen. Nach Steward (1988) ziehen Entscheider weniger cues (meist 3-7) in ihre Entscheidung ein, als sie glauben zu tun.

- Ähnlichkeit, Kohärenz

Ähnelt ein aktueller Vorschlag zu einem Projekt einem zurückliegenden Erfolg des zu begutachtenden Unternehmens, steigt ebenfalls das Vertrauen des Risikokapitalgebers in diesen Vorschlag.

Nach Pennington & Hastie (1986) fällen Personen ihre Entscheidung aufgrund der Leichtigkeit, mit der sie aus der vorliegenden Information eine kohärente "Vision" konstruieren können. Demnach beeinflusst das mentale Bild die Entscheidung also mehr als die tatsächlichen cues. Je mehr Kohärenz und Stimmigkeit Informationen besitzen, desto größer ist auch das Selbstvertrauen des Risikokapitalgebers in das Projekt.

- Komplexität

Es gibt verschiedene Aspekte, die eine Entscheidung komplex machen. Der Risikokapitalgeber muß eine Vielzahl von Informationen betrachten: Faktoren, die sich auf das Produkt, den Markt, die Finanzen und/oder das Unternehmen beziehen. Außerdem unterliegen die Entscheidungsstimuli einer raschen Dynamik; der Markt ändert sich ständig, neue Produkte entstehen. Zudem richtet sich die Beurteilung des Unternehmens, dessen Leistungen und Anstrengungen nach subjektiven Maßstäben des Risikokapitalgebers. Das Feedback, ob eine Entscheidung gut oder schlecht war, braucht oft Jahre. Eine Richtlinie rechnet mit 3 Jahren für ein schlechtes Investment und 7 Jahre für ein gutes Investment. Durch diese Verzögerung ist es oft schwierig, seine eigenen Fähigkeiten im Entscheidungsprozess richtig zu beurteilen (vgl. Punkt Selbstwirksamkeit bei 6.2.2).

Somit steigt das übermäßige Selbstvertrauen mit der Komplexität der Entscheidung.

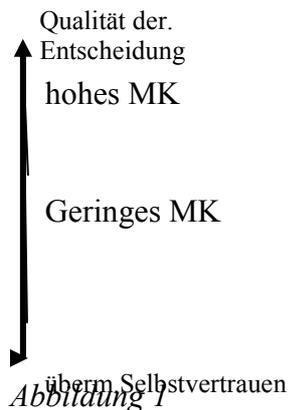
5.3 Die Beziehung zwischen übermäßigem Selbstvertrauen, Metawissen und der Qualität der Entscheidung

Wie unter Absatz 6.1 erläutert, gewinnt man durch ein gut ausgeprägtes Metawissen ein Verständnis darüber, was man weiß und was man nicht weiß. Auf Grundlage des Metawissens kann der Risikokapitalgeber z.B. entscheiden, dass weiteres Wissen für eine optimale Entscheidung nötig ist oder die Entscheidung auf der Grundlage eines beschränkten Primärwissens und damit unter einem erhöhten Risiko zu fällen.

In manchen Situation ziehen Risikokapitalgeber ihr Metawissen aber nicht heran. Dann wirken die eben besprochenen Einflußfaktoren auf den Entscheidungsprozeß und verursachen ein übermäßiges Selbstvertrauen. Signale des Metawissens werden nicht mehr beachtet oder ignoriert.

Der negative Einfluß des übermäßigen Selbstvertrauens hängt vom Level des Metawissens ab. Ist dieses hoch, haben die Faktoren, die übermäßiges Selbstvertrauen begünstigen, wenig Einfluß. Folglich sind die Signale des Metawissens nur reduziert, nicht ausgelöscht. Ist der

Grad des Metawissens niedrig, übt übermäßiges Selbstvertrauen einen starken Einfluß aus. Dadurch wird die Qualität der Entscheidung deutlich herabgesetzt (vgl. Abb. 1)



Somit lässt sich für diese Beziehung sagen, dass die Qualität der Entscheidung mit zunehmendem Selbstvertrauen in einem stärkeren Maße sinkt, wenn das Ausmaß des Metawissens gering ist. Außerdem ist die Qualität der Entscheidung bei stark ausgeprägtem Metawissen immer besser als bei schwach ausgeprägtem. Ein übermäßiges Selbstvertrauen hat somit einen moderierenden Einfluß auf die Beziehung zwischen Metawissen und Entscheidungsqualität.

5.4 Die Beziehung zwischen übermäßigem Selbstvertrauen, Metawissen und der Qualität der Entscheidung

Risikokapitalgeber, die sich von übermäßigem Selbstvertrauen leiten lassen, begrenzen ihre Informationssuche; vertrauen auf Hinweise, ohne weitere Informationen heranzuziehen und sind nicht motiviert, umfangreich nach möglichen Verbesserungen ihres Primärwissens zu suchen.

Die Qualität der Entscheidung nimmt unabhängig vom Ausmaß des Primärwissens ab (vgl. Abb. 2).

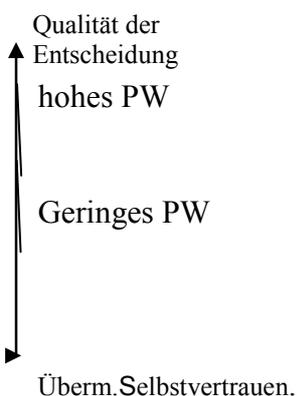


Abbildung 2

Wie Abbildung 2 zeigt, kann man zusammenfassend festhalten, dass die Qualität der Entscheidung mit zunehmendem Selbstvertrauen der Risikokapitalgeber im selben Maße bei hohem und niedrigem Primärwissen sinkt. Außerdem ist die Qualität der Entscheidung bei gutem Primärwissen immer besser als bei geringem. Da übermäßiges Selbstvertrauen nicht

zur Erweiterung des Primärwissens führt, hat es einen negativen Einfluß auf dieses, und somit auf die Qualität der Entscheidung.

5.5 Zusammenfassende Darstellung der Einflußgrößen

Das zuvor Erläuterte läßt sich graphisch darstellen: Abb. 3.

Übermäßiges Selbstvertrauen wirkt direkt auf die Beziehung Primärwissen / Qualität der Entscheidung, da es eine ausreichende Informationssuche hemmt. Die Beziehung Metawissen/Qualität der Entscheidung wirkt nur moderierend beeinflusst und ist abhängig vom Ausmaß des Metawissens.

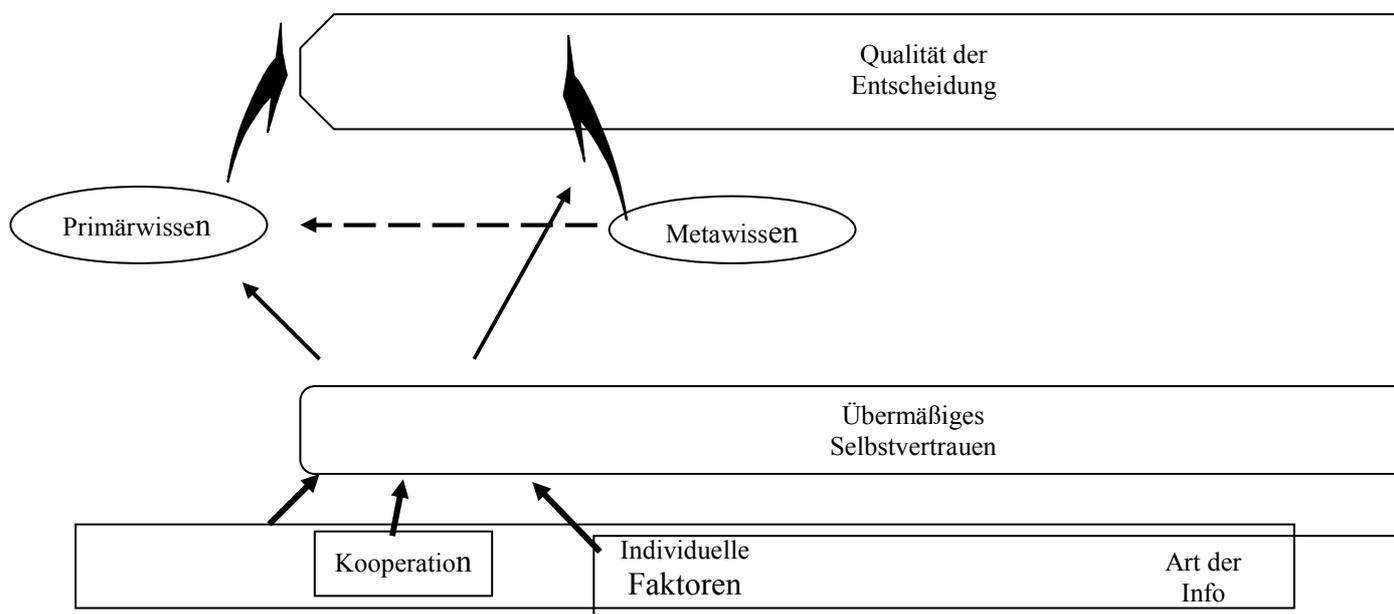


Abbildung 3

6. Empfehlungen für die Verbesserung der Entscheidungsqualität von Risikokapitalgebern

6.1 Zielsetzung

Für die Verbesserung der Qualität der Entscheidungen von Risikokapitalgebern kann auf zwei Ebenen angesetzt werden. Zum einen soll grundsätzlich eine Erweiterung des Wissens erreicht werden. Zum anderen soll eine Verminderung oder Eliminierung des Effekts der Hemmfaktoren, die das übermäßige Selbstvertrauen verursachen, herbeigeführt werden.

6.2 Einzelne Ziele

Die generelle Zielsetzung, wie sie oben beschrieben ist, kann man in fünf Einzelziele zerlegen, die zunächst nur aufgeführt werden, um dann im Einzelnen erläutert zu werden.

Die Einzelziele:

- ① Erwerb von Wissen
- ② Verwendung von Instrumenten zur Reduzierung von übermäßigem Selbstvertrauen
- ③ Verwendung linearer Modelle
- ④ Feedback über die Qualität der Entscheidung
- ⑤ Bereitschaft zur Veränderung

6.2.1 Erwerb von Wissen

Zunächst muss unterschieden werden zwischen Erfahrung und Wissen.

Erfahrung wird definiert als die Anzahl der Jahre, die ein Risikokapitalgeber schon in diesem Bereich verbracht hat – kurz gesagt, wie lange er schon “im Geschäft” ist. Erfahrung verbessert jedoch nicht alleine und von selbst die Qualität der Entscheidung, sondern kann sogar zu einem Hemmfaktor werden, indem sie das übermäßige Selbstvertrauen erhöht.

Wissen hingegen setzt sich, wie schon erläutert, aus Primärwissen und Metawissen zusammen und reduziert, im Gegensatz zur Erfahrung, den negativen Einfluss von übermäßigem Selbstvertrauen auf die Entscheidung. Dies bedeutet, dass das Wissen die entscheidende Komponente zur Verbesserung der Qualität der Entscheidung darstellt, wobei die Erfahrung einen wichtigen Teil ergänzen, jedoch auch hinderlich sein kann.

Das Metawissen kann durch drei wichtige Verhaltensweisen verbessert werden, die kurz dargestellt werden. Erstens ist es nötig, dass Risikokapitalgeber sich konstant selbst beobachten, wie sie an eine Entscheidung herangehen, welche Kriterien sie einbeziehen, etc. Dies hängt eng mit dem zweiten Punkt zusammen, nämlich der Bewusstheit des Entscheidungsprozesses. Indem man sein Vorgehen immer wieder reflektiert, wird man sich bewusst über die einzelnen Planungs- und Handlungsschritte, was Möglichkeiten zur Veränderung bietet. Als dritte Verhaltensweise ist die realistische Bewertung des Feedbacks von oft unsicheren, unkontrollierbaren und verspäteten Ergebnissen einer Entscheidung für ein junges Unternehmen zu nennen. Auf letzteren Punkt wird später noch genauer eingegangen.

Grundsätzlich lässt sich zusammenfassen, dass die Bewusstheit von übermäßigem Selbstvertrauen der erste Schritt zu dessen Verminderung ist.

6.2.2 Instrumente zur Verminderung von übermäßigem Selbstvertrauen

Ein Instrument zur Verminderung von übermäßigem Selbstvertrauen ist die Verwendung von sogenanntem "Counterfactual Reasoning". Darunter ist allgemein das Überlegen verschiedener Fakten, Argumente, Möglichkeiten und Alternativen zu verstehen, die dann in den Entscheidungsprozess einbezogen werden und aufgrund dessen mögliche Ausgänge der entsprechenden Entscheidungen abgewogen werden.

Arkes et al. (1987) haben festgestellt, dass die wöchentlich stattfindenden Treffen von Risikokapitalgebern ein wichtiges Ereignis sind, das durch die Berichte und Rechtfertigungen der einzelnen Risikokapitalgeber über ihren Entscheidungsprozess und ihre Entscheidung die anderen dazu anregt, die vorgetragenen Argumente in ihren eigenen Entscheidungsprozess einzubeziehen. Dadurch wird das Primärwissen erhöht und somit auch die Qualität der Entscheidung verbessert.

Ein weiteres Instrument zur Verminderung von übermäßigem Selbstvertrauen ist der sogenannte "Humbling Effect". Grundsätzlich tendiert der Mensch dazu, sich positive Ereignisse besser zu merken und zu erinnern als negative. Der genannte Effekt bezieht sich nun auf das negative Feedback vergangener Entscheidungen, das tendenziell verdrängt wird, das aber den neuen Entscheidungsprozess verbessern, sofern die offensichtliche Fehlentscheidung rational analysiert wird. Ein Hilfsmittel kann dabei ein Bericht sein, den der Risikokapitalgeber über seinen Entscheidungsprozess, die einbezogenen Kriterien, etc. verfasst und anhand dessen er Jahre später, wenn der Erfolg oder Misserfolg seiner Entscheidung festgestellt werden kann, eine Fehleranalyse durchführen kann.

6.2.3 Verwendung linearer Modelle

Eine weitere Methode, intuitive Verzerrung zu vermeiden bzw. zu reduzieren besteht in der größtmöglichen Quantifizierung der Entscheidung. Dazu können statistische Entscheidungshilfen herangezogen werden, die zum einen die Entscheidung in Komponenten zerlegen und die relevanten Informationen optimal kombinieren und zum anderen den Risikokapitalgeber dazu anhalten, jede Komponente unabhängig zu bewerten.

Der Vorteil liegt darin, dass die Ergebnisse des linearen Modells reliabel sind und unbeeinflusst von übermäßigem Selbstvertrauen. Außerdem können die Risikokapitalgeber lernen, wie Experten, die die linearen Modelle erstellen, die einzelnen Kriterien nutzen.

Zacharakis (1996) hat in einer Studie 53 Risikokapitalgeber gegen ein lineares Modell untersucht, die alle, d.h. die 53 Risikokapitalgeber einzeln auf der einen Seite und das lineare Modell auf der anderen Seite, eine Erfolgsprognose über ein Unternehmen abgeben sollten. Das Ergebnis zeigte, dass nur einer der 53 Risikokapitalgeber in seiner Prognose der Genauigkeit des linearen Modells entsprach, 52 waren ungenauer. Dieses Ergebnis lässt das Fazit zu, dass lineare Modelle, die von Risikokapitalgeber-Experten aufgestellt werden, die Genauigkeit der Erfolgsprognose von Risikokapitalgebern übertreffen.

6.2.4 Feedback über die Qualität der Entscheidung

Ein effektives Feedback über die Qualität der Entscheidung eines Risikokapitalgebers erlaubt diesem, das Ergebnis seiner Entscheidung mit dem Idealzustand zu vergleichen und anschließend als Ergebnis des Vergleichs seinen Entscheidungsprozess zu beurteilen, was ihn wiederum näher an den Idealzustand (s.o. "Rationale" Annäherung an Entscheidung) führt.

Allerdings besteht diesbezüglich ein wesentliches Problem, denn meist ist das Feedback über den Erfolg oder Misserfolg einer Entscheidung erst einige Jahre später verfügbar. Dies hat beträchtliche Folgen, da, wie oben schon erläutert, der Mensch, je mehr Zeit nach einer Entscheidung vergeht, desto stärker dazu neigt, post-hoc-Vereinfachungen und Erinnerungsverzerrungen aufzuliegen. Somit erschwert das verspätete Feedback das Lernen aus den Fehlern erheblich. Dazu kommt noch, dass nach längerer Zeit ein Misserfolg eher auf externe Faktoren wie z.B. schlechte Marktbedingungen attribuiert wird und weniger auf internale Faktoren, die beim Risikokapitalgeber und seiner Entscheidung selbst liegen.

Aufgrund dieser Tatsachen existiert in der Realität nur sehr selten ein effektives Feedback.

Um vielleicht ein höchstens mittelmäßiges zu erreichen kann ein Risikokapitalgeber sich als Hilfsmittel einer sogenannten "Scorecard" bedienen. Dabei hält er seinen Entscheidungsprozess für jedes Unternehmen, in das er investiert, schriftlich fest und kann später, wenn er ein Feedback erhält, die Scorecards erfolgreicher und erfolgloser Unternehmen vergleichen und somit seinen zukünftigen Entscheidungsprozess verbessern.

Generell muss festgestellt werden, dass neue Unternehmen trotz rationaler Entscheidungen von Seiten der Risikokapitalgeber probabilistisch bleiben und beträchtlichen Schwankungen unterliegen, so dass der Erfolg bzw. Misserfolg der Entscheidung nicht unbedingt die Qualität der Entscheidung reflektiert.

6.2.5 Bereitschaft zur Veränderung

Die Praxis hat gezeigt, dass Risikokapitalgeber im Allgemeinen den oben beschriebenen Empfehlungen nicht Folge leisten, wofür Bazerman (1994) drei Gründe genannt hat.

Erstens besteht das Vertrauen der Risikokapitalgeber in ihre Beurteilungen schon die gesamte Karriere, weshalb es für sie keinen Anlass gibt, an ihren Entscheidungen zu zweifeln oder sie in Frage zu stellen.

Zweitens gehören die Risikokapitalgeber zur Elite der besten Business Schools und wurden für ihr Denken und Verhalten immer positiv verstärkt, was ebenfalls keinen Anlass zur Selbstkritik bietet.

Drittens strebt der Mensch, gemäß der Balance-Theorie von Heider (1958), nach Konsistenz und Ordnung in seinen Gedanken und seinem Handeln, wobei Zweifel und Selbstkritik Inkonsistenz hervorrufen würden und deshalb vermieden werden.

7. Fazit und Ausblick

Wie deutlich gezeigt wurde, sind Entscheidungen von Risikokapitalgebern tiefgreifend, was die Tatsache beweist, dass die Überlebensrate von Unternehmen, die von Risikokapitalgebern

mitfinanziert wurden, höher ist als diejenige anderer Unternehmen. Jedoch gibt es noch viel Raum und viele Möglichkeiten zur Verbesserung der Qualität der Entscheidungen von Risikokapitalgebern.

Da es zu der dargestellten Thematik noch kaum empirische Untersuchungen gibt, wäre der erste Schritt die Überprüfung der Existenz von übermäßigem Selbstvertrauen bei Risikokapitalgebern. Es wird zwar angenommen, dass das übermäßige Selbstvertrauen durchdringend ist, jedoch gibt es (noch) keinen empirischen Beweis für sein Vorhandensein. So müsste man ein "Eichungsexperiment" durchführen und dieser grundlegendsten Frage als ersten Schritt nachgehen.

Die Forschung auf diesem Gebiet steckt offensichtlich noch absolut in den Kinderschuhen und lässt ein unerschöpfliches Potential vermuten.

Thema: Grenzen der Vorhersagegenauigkeit – Unfähigkeit und Unmöglichkeit?

Übersicht:

- :
1. Wie genau sind Analystenprognosen? Beispiele aus den letzten 12 Monaten
2. Sozialer Einfluss als limitierender Faktor in der Vorhersage von Unternehmensgewinnen
 - 2.1. Empirische Befunde
 - 2.2. Theorien zum Zustandekommen der Vorhersagefehler
 - 2.2.1. Bewusste Manipulation der Anleger
 - 2.2.2. Informationeller sozialer Einfluss
 - 2.3. Kritik
3. Von der Vorhersage von Unternehmensgewinnen zur Prognose von Aktienkursen – Ein Ding der Unmöglichkeit?
4. Was können wir Psychologen dazu beitragen, um Prognosen zu verbessern?
5. Literaturverzeichnis

1. Wie genau sind Analystenprognosen? Beispiele aus den letzten 12 Monaten

Sein Geld in Aktien anzulegen ist in den letzten zwei bis drei Jahren immer populärer geworden. Etwa Mitte 1997 begann ein in dieser Form noch nie da gewesener Kurs-Boom, das Lieblingswort aller Broker und solcher die es noch werden wollten lautete: „Kursrallye“. Wer nicht auf den Gewinn-Zug aufsprang, wurde von Freunden und Bekannten müde belächelt. Das Börsenbarometer – so hieß es – würde auf lange Sicht nur nach oben zeigen. Tatsächlich war der DAX über viele Jahre hinweg langsam aber stetig gestiegen. In der Zeit von Januar 1997 bis März 2000 sprang er sogar infolge des Booms von rund 3000 auf über 8000 Punkte. Was dann kam, war ein Trauerspiel. Viele Anleger mussten schmerzhaft erfahren, dass die Börse wohl doch keinen „todsicheren“ Anlagetipp darstellt. Die meisten Kurse rutschten entgegen den Prognosen vieler Anlageberater steil bergab. Selbst nach dem sie über ein halbes Jahr lang tief gefallen waren, glaubten wohl einige Analysten noch an die Versprechungen, die sie ihren Kunden noch wenige Monate zuvor gemacht hatten. Nachdem der NEMAX im 2. Halbjahr 2000 von knapp 6000 Punkten auf nur mehr 2500 gesunken war, konnte man am 8. Januar 2001 in den Börsentipps der FAZ lesen: „Wir werden im Jahr 2001 an der Wall Street eine Rallye sehen.“ Jedoch ließ sich der Kurs davon kaum beeindrucken. Bereits im März lag er nur noch etwa bei 2000 Punkten. Wieder hieß es: „Innerhalb der nächsten drei Monate rechnen [die Analysten] mit einer liquiditätsgetriebenen Rallye von 10 bis 15 Prozent.“ (FAZ, 30. März 2001). Aber auch diesmal hatten sie unrecht. Im April sank der NEMAX auf 1500 Punkte – der Kommentar in der FAZ: „Die Hiobs haben ausgehustet.“ (14. April 2001). Am 18. Juli 2001 war der einst so hohe Berg auf nur noch 1219

zusammengeschrumpft, da konnten auch alle entgegengesetzten Prognosen nichts ändern. („Wir sollten das Schlimmste überstanden haben“, FAZ, 25. Juni 2001.)

Angesichts dieses Desasters stellt sich die Frage nach der generellen Möglichkeit Aktienkurse zu prognostizieren. Da die meisten Modelle davon ausgehen, dass Aktienkurse die Güte des Unternehmens und dessen Gewinnpotential widerspiegeln (z.B. „Efficient Market Theory“, siehe Referat vom 12. 07. 2001), wollen wir zunächst noch einen Schritt zurück gehen und nach der Qualität der Prognosen für Unternehmensgewinne fragen.

2. Sozialer Einfluss als limitierender Faktor in der Vorhersage von Unternehmensgewinnen

Die Prognosen von Unternehmensgewinnen fungieren als bedeutsame Investitionskriterien für Anleger und somit als Mediatoren des Aktienkurses. Da an der Börse immense Geldbeträge gehandelt werden liegt die Vermutung bewusster Manipulation der Kaufentscheidungen der Anleger durch die Analysten nahe (Capstaff, Paudyal & Rees 1998). Eine Gegenposition vertreten De Bondt und Forbes (1999), die informationellen sozialen Einfluss als Ursache für Ungenauigkeiten der Prognose annehmen. Dieser informationelle soziale Einfluss äußert sich nach De Bondt und Forbes (1999) in Form eines „Herdentriebs“, der durch Orientierung an den Aussagen anderer Analysten zustande kommt.

Zunächst sei darauf verwiesen, dass gemäß De Bondt und Forbes (1999) unter Analysten Einzelpersonen zu verstehen seien, die die konkreten Prognosen lancierten. Bei Brokern handele es sich hingegen um Firmen, an denen die Analysten angestellt sind. Nach Capstaff, Paudyal und Rees (1998) verfolgten diese Brokerfirmen eigene wirtschaftliche Interessen an der Börse und gingen z.T. enge Verbindungen mit den bewerteten Unternehmen ein.

2.1. Empirische Befunde

Angesichts der Komplexität der Bewertung von Unternehmensdaten und daraus resultierender Prognosen sollten Ungenauigkeiten der Vorhersagen keinem systematischen Muster folgen. Dennoch wurden immer wieder systematischen Verzerrungen der Prognosen berichtet:

So neigen nach De Bondt und Thaler (1990) Analysten in den USA zu extremen Prognosen, d.h. diese sind zu positiv, falls positive Unternehmensmeldungen anstehen und zu negativ, sofern negative Meldungen zu erwarten sind. Diese Überreaktionen führten in der Folge ebenfalls zu Überreaktionen der Märkte.

Im Gegensatz dazu berichten Capstaff et al. (1995) und De Bondt und Forbes (1999) von einem „Optimism Bias“, d.h. die Vorhersagen seien nicht nur zu extrem, sondern zum größten Teil auch zu positiv. Analysten hätten eine reelle Chance ihre Vorhersagegenauigkeit drastisch zu steigern, wenn sie bewusst eine pessimistische Haltung einnehmen würden, so De Bondt und Forbes (1999).

Darüber hinaus berichten Capstaff et al. (1995) von einer wenig verwunderlichen Abnahme der Vorhersagegenauigkeit in Abhängigkeit des Zeitraumes. Prognosen über einen Zwei- oder Dreijahreszeitraum sind somit ungenauer als Prognosen über einen Einjahres- oder Halbjahreszeitraum. Capstaff et al. (1998) erklären dies zum einen mit einer Zunahme an verlässlichen Informationen bei Abnahme der zeitlichen Distanz. Zum anderen spekulieren sie, dass eine Fehlprognose für einen Analysten umso aversiver sei, je näher „der Tag der Entscheidung“ heranrücke. Bewusste Fehlprognosen sollten sich also umso eher finden, je weiter der Veröffentlichungstermin des prognostizierten Unternehmensgewinns entfernt sei.

Darüber hinaus seien die Fehler der Vorhersage umso größer, je kapitalstärker der Industriezweig, über den eine Prognose abgegeben werde – eine Tatsache, die für bewusste Manipulation spreche, so Capstaff et al. (1998).

De Bondt und Forbes (1999) wiederum verweisen auf Beobachtungen, die verschiedene soziale Einflussfaktoren nahe legen. So wiesen Analysten eine Hemmung auf, den Prognosen der eigenen Peer-Group, z.B. den Kollegen der eigenen Firma zu widersprechen und diametral entgegengesetzte Vorhersagen zu äußern. Auch variiere der Informationsfluss dergestalt, dass gute Nachrichten sehr schnell, schlechte hingegen langsamer kursieren würden. De Bondt und Forbes (1999) sehen einen Grund hierfür in einer Hemmung, Überbringer schlechter Nachrichten zu sein. Es seien vor allem junge, noch wenig etablierte Analysten, die nonkonforme Meinungen von sich gäben, bevor andere Analysten sich den abweichenden Ansichten anschlossen (De Bondt & Forbes 1999).

Darüber hinaus berichten sowohl De Bondt und Forbes (1999) als auch Capstaff et al. (1998) von einer Konzentration der Äußerungen der Analysten auf einige wenige Industriezweige. So vereine der Consumer-Bereich 12% aller Prognosen auf sich und über die Hälfte der Vorhersagen entfalle auf 9 von insgesamt 78 Industriezweigen. Nach De Bondt und Forbes (1999) eine verwunderlich Tatsache, da die eigene Profilierung besonders leicht auf Gebieten sei, auf denen nicht so viele andere Analysten tätig sind. Aus diesem Grund spricht dieses Faktum ebenfalls für eine Art „Herdentrieb“.

2.2. Theorien zum Zustandekommen der Vorhersagefehler

In der Sozialpsychologie unterscheidet man verschiedene Formen sozialen Einflusses, die man grob gesagt unter den Temini informationaler versus normativer sozialer Einfluss subsumiert (Aronson et al. 1999, 278 ff.). Diese Formen sozialen Einflusses führen beide zu Konformität, allerdings aus unterschiedlichen Gründen. Informationaler sozialer Einfluss tritt nach Aronson et al. (1999, 284) auf, wenn das Verhalten von Mitmenschen als Quelle von Informationen genutzt wird und somit auch für die eigene Person handlungsleitenden Charakter erhält. Dieses Phänomen tritt vor allem dann auf, wenn man sich in einer ambiguen Situation befindet, Entscheidungen sehr schnell gefällt werden müssen und somit Ressourcen knapp sind und schließlich, wenn andere Leute Experten sind.

Normativer sozialer Einfluss liegt hingegen dann vor, wenn sich ein Individuum aufgrund sozialen Drucks konform verhält, selbst wenn dies seinen Überzeugungen oder seinem eigenen Wissen widerspricht.

Im Folgenden möchte ich zwei gegensätzliche Modelle diskutieren, die versuchen, die Ungenauigkeit der Vorhersage auf der Basis sozialen Einflusses zu reflektieren. Dabei handelt es sich um das unveröffentlichte Manuskript von Capstaff et al. (1998) und um den Artikel von De Bondt und Forbes (1999).

Beide Artikel beziehen sich weitgehend auf dasselbe Datenmaterial der Datenbank I/B/E/S International Database, welche sämtliche Prognosen britischer Analysten der letzten Jahrzehnte aus 78 Industriezweigen und über 1 731 verschiedenen Firmen umfasst.

2.2.1. Bewusste Manipulation der Anleger

Nach Capstaff et al. (1998) gibt es verschiedene Faktoren, die die Genauigkeit der Vorhersage beeinflussen, bzw. verringern (siehe Grafik 1). Zum einen sind dies natürlich wirtschaftliche Variablen wie Sektor, Firmengröße und wirtschaftliche Rahmenbedingungen. Darüber hinaus spielt auch die Länge des Vorhersagezeitraums eine Rolle. Diese Faktoren bestimmen die Menge an verfügbaren Informationen und die Volatilität (= Streuung) der Einkünfte.

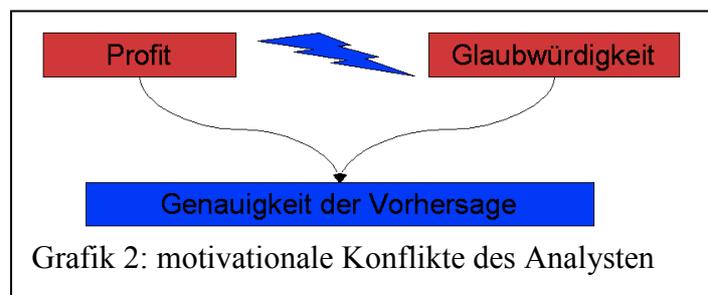
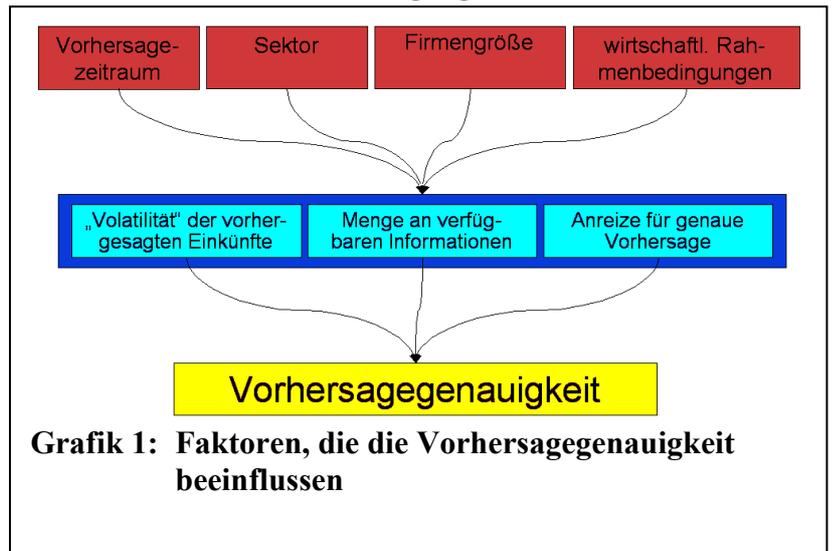
Weiterhin beeinflussen diese Faktoren auch die Anreize für eine genaue Vorhersage.

Volatilität und Menge an verfügbaren Informationen sind Größen, die nicht durch den Analysten beeinflussbar sind. Anreize („Incentives“) für eine genaue Vorhersage stellen hingegen eine motivationale Komponente dar, und

sind somit ein Angriffspunkt für potentielle psychologische Wirkmechanismen.

Capstaff et al. (1998) argumentieren, dass die Broker-Firmen an denen die Analysten beschäftigt sind eigene wirtschaftliche Interessen verfolgen und deshalb keine objektiven Vorhersagen leisten könnten: Zum einen existiere eine enge geschäftliche Verbindung zwischen Brokern und den Unternehmen, über die Prognosen abgegeben werden. Prognosen dienen aus diesem Grund oftmals als Instrument zur Steuerung des Handels. Zum anderen seien die Chefetagen der bewerteten Unternehmen die primäre Informationsquellen. Es gäbe also eine lukrative Beziehung zwischen Brokern und Unternehmen, die durch wahre, aber unbequeme Prognosen gefährdet werden würde. Einem einzelnen Analysten sollte es somit schwer fallen, sich der Firmenpolitik seines Arbeitgebers nicht zu beugen. Normativer sozialer Einfluss würde insgesamt zu überoptimistischen Prognosen führen, da in der Regel der Handel angekurbelt werden solle, so Capstaff et al. (1998).

Auf der anderen Seite sollte ein Analyst wiederum nicht solch unglaubwürdige Prognosen äußern, dass seine eigene Glaubwürdigkeit in Frage gestellt werden sollte (Grafik 2). Ein Analyst sollte deshalb umso genauere Prognosen stellen, je kürzer der Vorhersagezeitraum sei. Schließlich würden die Prognosen eines Analysten nicht mehr beachtet, sobald er als unglaubwürdig gälte und dies sei umso unwahrscheinlicher wenn ein Irrtum in Bezug auf einen weit in der Zukunft liegenden Unternehmensgewinn vorläge.



In ihrer Untersuchung möchten Capstaff et al (1998) deshalb herausfinden, ob bewusste Verzerrungen der Prognosen in Form systematischer Verzerrungen vorliegen.

Datenmaterial

Als Datenmaterial wurde die bereits erwähnte Datenbank „I/B/E/S historical and individual and consensus data file“ verwendet. In die Untersuchung flossen Daten der Jahre 1987 bis 1995 ein. Dabei handelte es sich um 319 405 individuelle Vorhersagen des Gewinn pro Anteil (EPS = Earning per share), inklusive Angaben zu Brokerfirma, Analyst, Vorhersagedatum, Branche. 30 004 Extremwerte wurden mittels „visual inspection“ ausgeschlossen.

Hypothesen und Operationalisierung der Fragestellung

Capstaff et al. (1998) berechneten anhand der Daten aus der Datenbank ein Maß für den Vorhersagefehler (siehe nebenstehenden Kasten), welches anschließend einer inferenzstatistischen Auswertung zugeführt wurde.

Sie formulierten drei Hypothesen:

1. Die Vorhersagegenauigkeit verschiedener Brokerfirmen unterscheidet sich signifikant.
2. Die Unterschiede zwischen den Firmen sind stabil, d.h. verschiedene Firmen verfolgen unterschiedliche Firmenpolitiken.
3. Die Unterschiede zwischen den Analysten einer Firma unterscheiden sich nicht signifikant und beugen sich somit der Firmenpolitik.

$$FE_f = \left| \frac{A_f - F_f}{P_f} \right|$$

Operationalisierung:

- f = eine einzelne Vorhersage (von 300000 in den Jahren zwischen 1987 und 1994)
- FE = Forecast Error
- A = tatsächliches Ergebnis der Firma
- F = Vorhersage
- P = Gewichtungsfaktor; vermutlich Preis pro Aktie (die Autoren machen keine Angaben, was dieser Faktor bedeuten soll)

Alle drei Fragestellungen wurden varianzanalytisch getestet.

Ergebnisse

1. Es gibt beträchtliche Unterschiede hinsichtlich der Vorhersagegenauigkeit verschiedener Firmen.
2. Die Rangplätze der Firmen korrelieren zu $r=0,391$. Es kann nach Capstaff et al. (1998) nicht von stabilen Unterschieden zwischen den verschiedenen Firmen ausgegangen werden.
3. Es gibt beträchtliche, signifikante Unterschiede der Analysten innerhalb einer Broker-Firma.

Diskussion

Die Ergebnisse von Capstaff et al. (1998) legen keine globale Firmentaktik nahe, können diese These allerdings auch nicht widerlegen, da massive Mängel in der Methodik vorliegen.

Insgesamt stellt sich die Frage, ob auf diese Weise eine solche Fragestellung überhaupt untersucht werden kann, da verschiedenste Einflussfaktoren im Datenmaterial überhaupt nicht sauber zu trennen sind.

Ein normativer sozialer Einfluss der Firmen gegenüber ihren Analysten kann durch diese Studie weder bewiesen noch widerlegt werden.

2.2.2. Informationeller sozialer Einfluss

De Bondt und Forbes (1999) leugnen nicht normative soziale Einflussfaktoren, stellen aber informationellen sozialen Einfluss in den Vordergrund. Auch sie sehen die Gefahr einer Beeinflussung der Analystenentscheidungen durch eine globale Firmenpolitik in Bezug auf Prognosen über einzelne mit der Broker-Firma assoziierte Unternehmen. Weiterhin sei es für die Karriere besser, eine konforme, aber falsche Meinung zu vertreten, statt mit einer unkonventionellen Meinung Recht zu haben: „Wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally“ (Keyne zitiert nach De Bondt & Forbes 1999). Und schließlich ließe sich das Phänomen der langsameren Verbreitung schlechter Nachrichten damit erklären, dass niemand als der Verkündiger schlechter Nachrichten gelten will. Wenn sie aber einmal verbreitet sei, sprängen alle auf den fahrenden Zug auf.

Darüber hinaus wirkten aber noch bedeutsame informationelle soziale Einflüsse, die allesamt Schneeballeffekte provozierten:

- In der Investment Community herrschte eine hohe Homogenität bezüglich der verfügbaren Information.
- Diese Information würden aufgrund der ähnlichen mentalen Konzepte, die von Berufs wegen geteilt werden, ähnlich interpretiert (siehe z.B. auch Faustregeln wie beispielsweise „Sell on good news“)
- Es gäbe Anreize, die Wertpapierverwalter veranlasse, den Handel anderer zu imitieren (Gleiches Verhalten lohne sich).
- Aufgrund der Komplexität der Entscheidungen orientierten sich Analysten am Verhalten anderer.

Als Folge entstünden informationale Kaskaden, die ein gehäuftes Auftreten einseitiger Prognosen begünstigten, so De Bondt und Forbes (1999).

Datenmaterial

De Bondt & Forbes benutzten für ihre Studie dieselbe Datenbank wie Capstaff et al. (1998). Allerdings basieren ihre Berechnungen auf den Jahrgängen 1986 bis 1997. Es flossen 441 000 Vorhersagen der Gewinne pro Aktie (=EPS, Earnings per share) für 1 731 Firmen aus 78 verschiedenen Industriezweigen ein. Wie Capstaff et al. (1998) beobachteten auch De Bondt und Forbes (1999) massive Konzentrationen der Vorhersagen auf einzelne Bereiche. Der Consumer-Bereich ist mit 12% am stärksten vertreten.

Weiterhin fielen die Prognosen bezüglich des Gewinns pro Aktie (EPS) durchgängig zu positiv aus. Selbst die pessimistischsten Vorhersagen waren durchschnittlich immer noch 4% zu hoch. Die folgende Auflistung zeigt die prozentuale Überschätzung in Abhängigkeit des Zeitraumes:

- 1-Jahres-Zeitraum: 10,67%
- 2-Jahres-Zeitraum: 25,12%
- 3-Jahres-Zeitraum: 17,79%

Hypothesen und Operationalisierung der Fragestellung

Bei Unabhängigkeit der Analysten sollte die Diversität der Vorhersagen in Abhängigkeit der Länge des Vorhersagezeitraums zunehmen und die Anzahl der Prognosen zum EPS einer bestimmten Firma keine Rolle spielen. Wenn hingegen ein „Herdentrieb“ das Analystenverhalten bestimmt, dann sollte die Streuung der Prognosen in Abhängigkeit der Zeit sogar abnehmen, und zwar umso mehr, je mehr Analysten sich zum EPS einer bestimmten Firma geäußert haben.

Ergebnisse

Leider verzichten De Bondt und Forbes (1999) auf jegliche inferenzstatistische Auswertung und versuchen stattdessen den Leser durch deskriptive Ergebnisse auf der Basis regressionsanalytischer Verfahren zu überzeugen.

Aus der Vielzahl der Ergebnisse seien im Folgenden zwei herausgegriffen:

1. Der Anteil der Varianz in den abhängigen Variablen „Streuung“ und „Range“ der Fehler der Analystenprognosen, der durch die unabhängigen Variablen „Zeitraum“ und „Anzahl der Analysten“ erklärt wird ist praktisch vernachlässigbar (siehe Grafik 3). So scheint der Faktor „Zeitraum“ nicht zu einer nennenswerten Zunahme von Streuung und Range beizutragen – ein Ergebnis, dass die Hypothese von De Bondt und Forbes (1999) stützt. Gegen deren Annahme spricht die Tatsache, dass ebenfalls die Anzahl der Analysten keine Rolle spielt.

	Zeitraum	R ²
Streuung	1-Jahres-Frist	0.01
	2-Jahres-Frist	0.01
Range	1-Jahres-Frist	0.04
	2-Jahres-Frist	0.06

(Es flossen die Variablen „Anzahl der Analysten“ und „Zeitraum“ in die Regression ein)

Grafik 3: Anteil der durch die Variablen „Zeitraum“ und „Anzahl der Analysten“ aufgeklärten Varianz

2. Betrachtet man die Prognosefehler in Abhängigkeit der Zeit genauer, so fällt auf, dass zwar die Fehlerbeträge über die Zeit beständig zunehmen, auf der anderen Seite aber Range und Streuung weitgehend konstant sind (siehe Grafik 4). De Bondt und Forbes (1999) interpretieren dieses Ergebnis als Beleg für das Wirken eines „Herdentriebs“ (Herd Behavior) beim Erstellen von Prognosen durch Analysten.

1-Jahres-Frist				2-Jahres-Frist			
Monat	Fehler	Streuung	Range	Monat	Fehler	Streuung	Range
-12	9.5	1.7	4.8	-23	10.9	2.0	5.8
-11	8.8	1.5	4.3	-22	11.7	2.1	5.9
-10	8.5	1.6	4.5	-21	10.4	1.9	5.5
-9	7.9	1.5	4.3	-20	12.1	1.9	5.3
-8	6.0	1.8	5.2	-19	10.0	1.8	5.3
-7	6.6	1.7	5.0	-18	9.0	1.8	5.2
-6	4.5	1.7	4.8	-17	8.1	1.7	4.9
-5	4.0	1.8	5.1	-16	8.0	1.8	5.0
-4	4.4	2.1	5.8	-15	7.9	1.7	4.8
-3	4.0	1.9	5.3	-14	7.5	1.8	4.9
-2	3.0	1.6	4.4	-13	8.5	1.8	5.0
-1	1.9	1.4	3.8	-12	6.6	1.6	4.5
0	2.3	2.0	5.3				

Grafik 4: Absolute Fehler, Streuung und Range in Abhängigkeit des Prognosezeitraumes. Zwar nehmen die Fehler beständig zu, nicht jedoch Range und Streuung.

Diskussion

Die mehrfach berichteten Phänomene „Optimism bias“ und „Overreaction bias“ konnten auf eindrucksvolle Weise bestätigt werden. Auch die (leider nur deskriptiven) Ergebnisse zum „Herding behaviour“, operationalisiert durch Streuung von Range und Streuung des prozentualen Fehlerbetrags klingen plausibel. Diese Ergebnisse können als Hinweise auf das Wirken informationellen und normativen sozialen Einflusses gewertet werden. Angesichts der methodischen Mängel bleiben es leider nur Hinweise. Auch erlaubt die Operationalisierung der Fragestellung keine weitere Aufschlüsselung der potentiellen sozialen Einflussgrößen.

2.3. Kritik

Angesichts der gravierenden methodischen Mängel beider Studien muss der Forschungsstand auf diesem Gebiet als unzureichend angesehen werden. Zwar gründen sich beide Studien auf plausible Annahmen, können aber angesichts mangelhafter Operationalisierung der Fragestellung lediglich Hinweise auf soziale Einflussfaktoren geben. Beweise stehen weiter aus.

3. Prognose von Aktienkursen – ein Ding der Unmöglichkeit ?

Wenn auch einiges unklar bleibt, so wird doch aus dem bisher Beschriebenen deutlich, dass die Gewinnprognosen der Unternehmen fehlerbehaftet sind. Will man nun aus diesen Prognosen die Aktienkurse vorhersagen, so muss man allerdings, wie wir im Folgenden sehen werden, noch ganz anderen Problemen ins Auge sehen.

Wie gesagt, gehen viele Modelle (z.B. „Efficient Market Theory, siehe Referat vom 12. 07. 2001) davon aus, dass die Aktienkurse die Güte und das Gewinnpotential eines Unternehmens widerspiegeln. Je mehr Information man über ein Unternehmen hat und je rationaler man diese verarbeitet, umso besser müsste man also dann den Aktienkurs präzisieren können. Wenn nun aber die Prognose der Unternehmensgewinne selber fehlerbehaftet ist (z.B. durch „Herdentrieb“ oder „overconfidence“), so wird sich dieser Fehler auf die Vorhersage der Aktienkurse übertragen. Anders gesagt: Je besser die Prognose der Unternehmensgewinne, desto besser die Aktienprognose.

Wenn erstere aber *systematisch* zu hoch ausfällt, müsste es dann nicht möglich sein, Aktienkurse relativ genau vorherzusagen, indem die Prognose immer um einen bestimmten Betrag nach unten korrigiert wird? Sollte also die Prognose von Aktienkursen nicht prinzipiell gelingen, wenn bekannte systematische Fehler korrigiert werden?

Nun, wahrscheinlich wäre es der Fall, wenn alle Aktienkäufer ihre Verkaufsstrategie tatsächlich nach den prognostizierten Unternehmensgewinnen richten würden. Dies sind jedoch Daten, mit denen sich die meisten Kleinanleger überhaupt nicht beschäftigen. Vielmehr scheint es so zu sein, dass Hans Müller und Liesel Schmitt sich beim Kauf ihrer Aktien danach richten, ob diese in der Vergangenheit erfolgreich waren oder nicht. Das Gleiche tun im Prinzip auch die „Charttechniker“, indem sie versuchen, die Aktienindizes aus dem bisherigen Kursverlauf vorherzusagen. Warum sind ihre Vorhersagen dann so schlecht?

Ein Rechenmodell, das der Chaostheorie (vgl. Gleick, 1988, S. 61ff) entliehen ist, stellt eine mögliche Erklärung dar. Es wird dabei davon ausgegangen, dass

- die Aktienkurse nicht die Güte des Unternehmens widerspiegeln.
- sich die Aktienkurse dadurch ergeben, dass verschiedene Personen verschiedene Kaufs- und Verkaufsstrategien anwenden.
- die Vorhersagemöglichkeit von Aktienkursen prinzipiell in Frage gestellt werden muss.

Für dieses einfache Modell werden zunächst drei Annahmen gemacht:

1. Der Aktienkurs von heute ist eine Funktion des Aktienkurses von gestern.
 $\Rightarrow x_{\text{next}} = F(x)$, mit $x = \text{Aktienkurs}$
2. Es gibt Personen, die umso mehr Aktien kaufen, je höher der Kurs ist (= A-Typ).
3. Es gibt Personen, die umso mehr verkaufen, je höher der Kurs ist (=B-Typ).

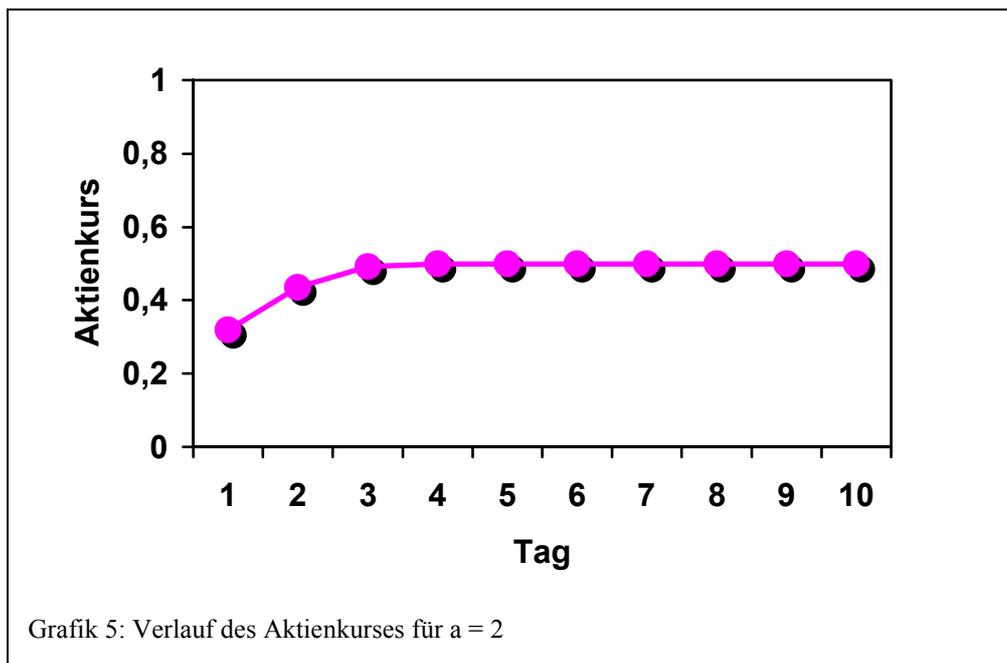
Da es sowohl A- als auch B-Typen gibt, muss der Term, der die Abhängigkeit des Aktienkurses vom Vortageskurs ausdrückt, einen Faktor beinhalten, der umso höher wird, je höher der gestrige Kurs war und einen, der umso niedriger wird, je höher der gestrige Kurs war. Eine möglich Formel würde lauten:

$$x_{\text{next}} = a * x * (1 - x).$$

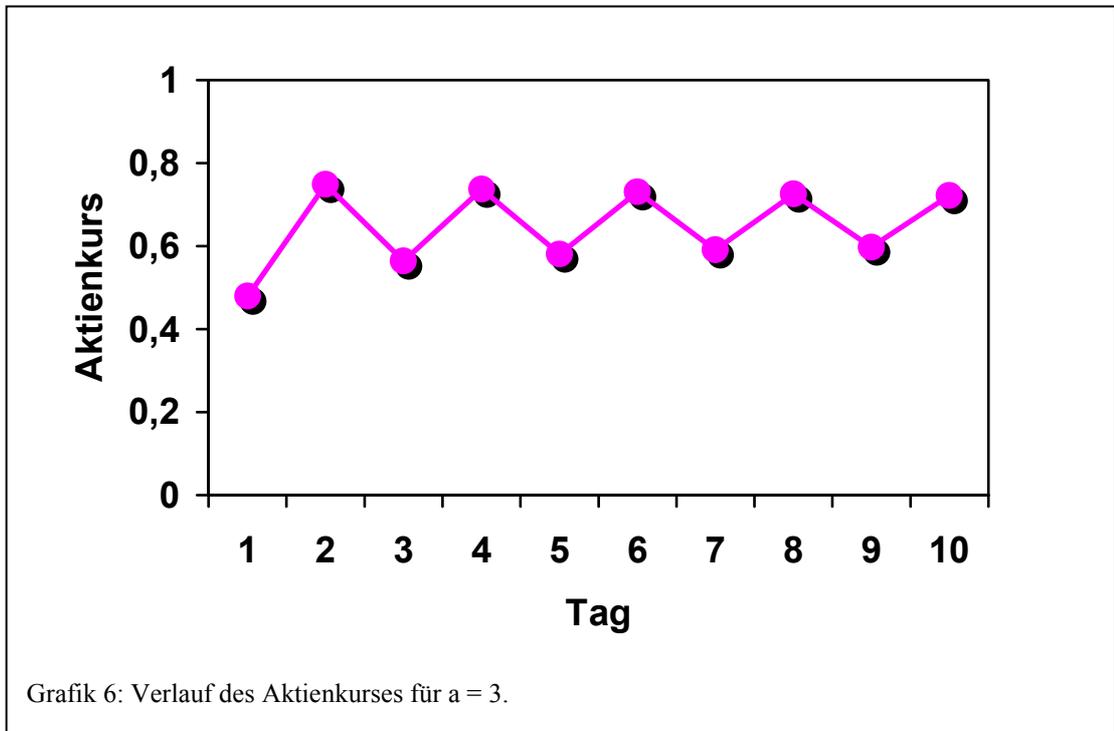
(Dabei soll weiterhin angenommen werden, dass der Aktienkurs fiktive Werte zwischen 0 und 1 annehmen kann.) Der Parameter a stellt dabei einen „Kauffaktor“ dar, der beinhaltet, in welchem Maße bei hohem Aktienkurs gekauft wird. Der Faktor x steht für die A-Typen. Je höher er ist, umso mehr wird gekauft. $(1 - x)$ sinkt dagegen mit steigendem Aktienkurs. Dieser Faktor drückt also den Einfluss der B-Typen aus.

Was passiert nun mit dem Aktienkurs bei bestimmten Werten von a ? Fällt er oder steigt er? Simulationsrechnungen zeigen, dass die oben definierte rekursive Folge abhängig vom „Kauffaktor“ a verschiedene „Wege“ einschlagen kann:

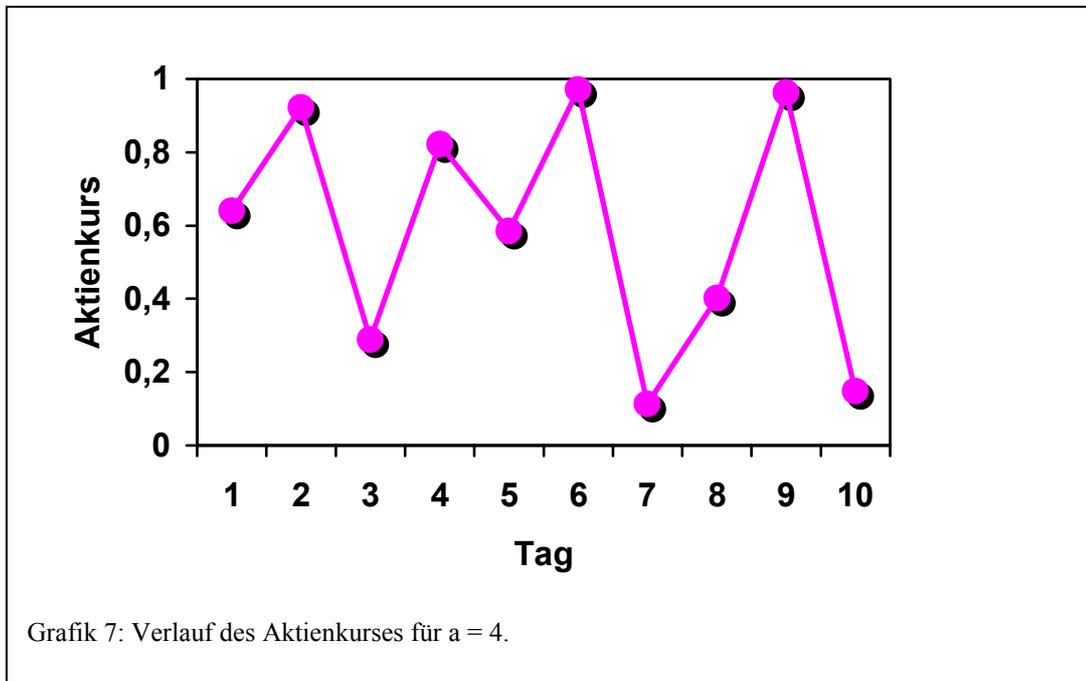
1. Für $a = 2$ ergibt sich eine Folge von Aktienkursen, die zunächst leicht steigt und sich dann auf einem stabilen Wert einpendelt (siehe Grafik 5). Der Kurs der Aktie wäre demnach zwar ideal vorhersagbar, allerdings würde man damit keine Gewinne machen, was den Interessen der Analysten mit Sicherheit nicht entgegenkäme.



2. Für $a = 3$ oszilliert der Kurs zwischen zwei Punkten hin und her. Eine solche Funktion ist weder durch lineare Regression noch durch Regression höherer Ordnung vorherzusagen, jedoch kann in moderater Näherung ein Mittelwert geschätzt werden, von dem der wahre Wert mal nach oben, mal nach unten abweicht. (Grafik 6)



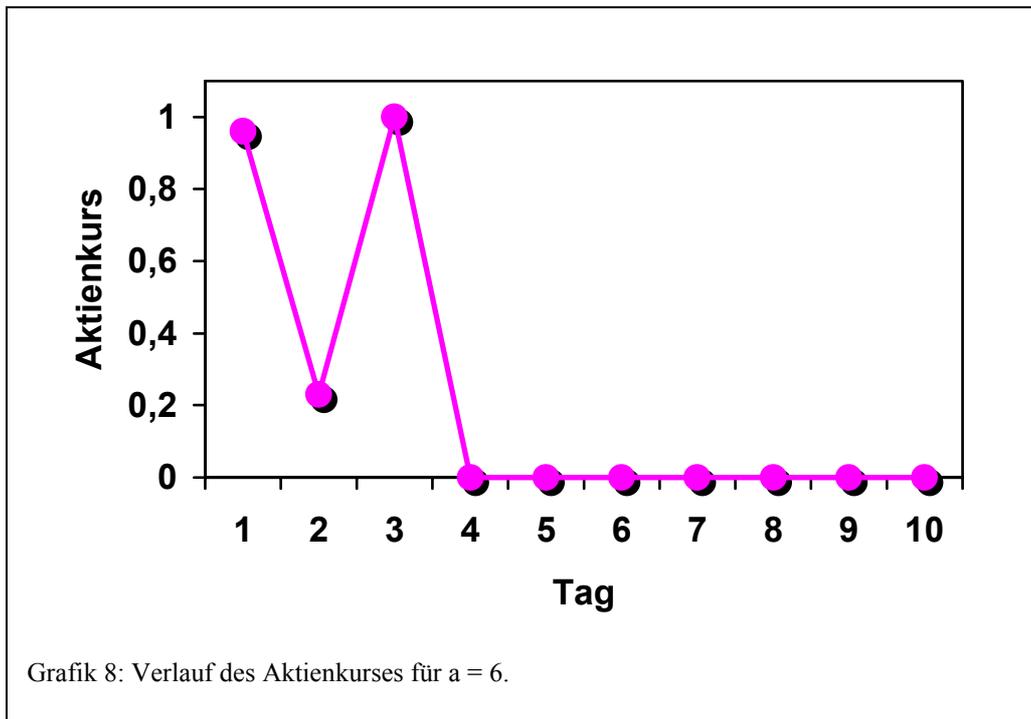
3. Für $a = 4$ ergibt sich ein chaotischer Verlauf, das heißt der Kurs schwankt beliebig hin und her ohne auf einen bestimmten Wert zu konvergieren.



Ein solche Kurve lässt sich durch keine Funktion anpassen. Kennt man hierbei den genauen Term der rekursiven Folge nicht, so ist eine Vorhersage unmöglich. Selbst wenn der geschätzte Parameter nur minimal vom tatsächlichen Parameter abweicht, so

kann bereits nach wenigen Tagen der vorhergesagte vom tatsächlichen Kurs gewaltig abweichen.

4. Für $a = 6$ ergibt sich zunächst eine kurze Oszillation nach der der Kurs irreversibel zusammenbricht. (Mathematisch fällt er ins negativ Unendliche, Aktienkurse können



jedoch maximal auf Null zurücksinken, was in der Praxis das Aus für die jeweilige Firma bedeutet).

Wie die obigen 5 Grafiken zeigen, haben kleine Veränderungen im Parameter a große Auswirkungen auf den Verlauf der Kurve. Genauer gesagt nimmt sie bei ganz bestimmten Parametern Verläufe an, die praktisch nicht vorhersagbar sind.

4. Was können wir Psychologen dazu beitragen, um Prognosen zu verbessern?

Angesichts dieser Schwierigkeit stellt sich die Frage, ob wir als Psychologen überhaupt Möglichkeiten haben, solche Prognosen zu verbessern. Tatsächlich gleicht die Vorhersage von chaotischen Prozessen einem va-banque-Spiel. Mal liegt man zufällig richtig aber oft liegt man falsch. Gutes Beispiel dafür ist das Wetter. Auch hier verhält es sich so, dass minimale Einflüsse oft große Auswirkungen haben können, so dass das angekündigte Sonnenwetter lange auf sich warten lässt. Dennoch konnten die Wettervorhersagen in den letzten Jahren stetig verbessert werden. Die Kunst liegt darin, möglichst viele Daten zu sammeln und möglichst gute Modelle auszustellen. Was heißt das auf die Aktienkurse übertragen?

- Nicht alles ist chaotisch.
- Es gibt vorhersagbare und nicht vorhersagbare Anteile.
- Vorhersagbar ist der Anteil, der darauf zurückzuführen ist, dass die Aktie die Güte des Unternehmens tatsächlich zum Teil widerspiegelt.
- Bisher noch nicht vorhersagbar ist der Anteil der auf „unberechenbares Kaufverhalten zurückzuführen ist.

Um herauszufinden, inwiefern die Kaufstrategien von Anlegern tatsächlich den Kurs beeinflussen, wäre es vonnöten, zunächst überhaupt verschiedene Kaufstrategien und deren Veränderung über die Zeit zu erforschen. Es müssten dann mathematische Modelle aufgestellt werden, die empirisch überprüft werden – wohlgemerkt: nicht immer müssen sich chaotische Verläufe ergeben. Man könnte des Weiteren die Kaufstrategien früher mit denen von heute vergleichen. Nahm die Anzahl derer, die sich beim Kauf nur nach vergangenen Aktienkursen richten, zu? Nahmen eventuell sogar die Fluktuationen in den Indizes mit dieser Strategie zu? Eventuell könnten vorhersagbare von nicht vorhersagbaren Aspekten getrennt werden. Des Weiteren sollten systematische von unsystematischen Prognosefehlern unterschieden werden. Dies alles sind sicherlich Bereiche, bei deren Erforschung sich ein methodisch versierter Psychologe einem Finanzexperten als überlegen erweisen könnte – oder sogar sollte. Zum Schluss noch eine nicht ganz ernst zu nehmende Anmerkung: Ein Problem besteht darin, dass der Aktienmarkt leider sehr sensibel auf alles reagiert, was mit Vorhersage von Kursen zu tun hat. Bei erfolgreicher Forschung könnte deshalb die Veröffentlichung der Daten selber eventuell zu einer Veränderung der Kaufstrategien führen, was natürlich das aufgestellte Modell sofort zunichte machen würde. Deshalb der Anlegertipp zum Schluss: Wenn man die ideale Formel gefunden haben, um Aktienkurse zu prognostizieren, ist man gut beraten, sie für sich zu behalten. Nur so wird man garantiert (erfolgreich).

5.Literaturverzeichnis

- Aronson, E., Wilson, T. D. & Akert, R. M. (1999). Social Psychology. New York: Longman.
- Capstaff, J., Paudyal, K. & Rees, W. (1995). The accuracy & rationality of earnings forecasts by UK analysts. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 22, 67 – 85.
- Capstaff, J., Paudyal, K. & Rees, W. (1998). Forecast accuracy of UK Brokers and Analysts. Working Paper Series, 98/7. Glasgow: Department of Accounting & Finance - University of Glasgow.
- De Bondt, W. & Forbes, W. P. (1999). Herding in analyst earning forecasts: evidence from the United Kingdom. European Financial Management, 5(2), 143 - 163.
- De Bondt, W. & Thaler, R. H. (1990). Do security analysts overreact? American Economic Review, 80, 52 – 57.
- Gleick, J. (1988). Chaos. London: Cardinal.