

Forschung im Fokus

Mai 2024

Erkenntnisse aus der Studie:

Samuel Hartzmark, Samuel Hirshman, and Alex Imas: Ownership, Learning, and Beliefs, 2021, Quarterly Journal of Economics, Vol. 136 (3), Pages 1665–1717

Erstellt durch:





Stellen Sie sich vor, Sie besitzen eine Aktie in Ihrem Depot. Sie lesen in der Zeitung über diese Aktie und überlegen sich, wie diese Information wohl den Wert der Aktie beeinflusst. Im Nachgang stellen Sie fest, dass Sie sich geirrt haben und diesen Titel doch nicht besitzen.

Hätten Sie nun anders auf die Information über diese Aktie reagiert? Spielt also die Tatsache, ob jemand eine Aktie besitzt eine Rolle darüber, wie diese Person auf Informationen reagiert, wenn sie Erwartungen über eine Aktie bildet? Mit genau dieser Fragestellung haben sich die drei US-amerikanischen Forscher Hartzmark, Hirshman und Imas in einer kürzlich veröffentlichten Studie beschäftigt.

Warum ist diese Frage so spannend? Per se sollte die Tatsache, ob ich in einen Finanztitel investiert bin oder nicht keinen Einfluss darauf haben, wie ich auf ein und dieselbe Information über diesen Finanztitel reagiere. Wenn beispielsweise ein Unternehmen

eine Gewinnwarnung ausspricht, sollten meine Erwartungen über den Aktienpreis dieses Unternehmens nur auf Basis dieser neuen Informationen beeinflusst werden. Ob ich in diesen Titel selbst investiert bin oder nicht, sollte dabei keinen Einfluss auf meine Erwartungen haben.

Jedoch zeigen die Autoren in ihrer Studie, dass dies nicht der Fall ist. Ein und dieselbe Information wird von Menschen anders bewertet je nachdem, ob sie in den Finanztitel investiert sind oder nicht.

Um zu untersuchen, wie die Erwartungsbildung von Investoren von dem Besitzstatus eines Finanztitels abhängt, führen die Autoren mehrere Experimente durch, in denen die Teilnehmenden über sechs fiktive Aktien in einem experimentellen Finanzmarkt lernen und auch in diese Wertpapiere investieren können. Die Aktienpreise folgen dabei einem vordefinierten stochastischen Prozess, so dass es Aktien mit positiver und Aktien mit negativer erwarteter Rendite gibt. Über mehrere Runden lernen die Teilnehmenden anhand der Preisentwicklungen die Qualität der Aktien einzuschätzen. Dabei werden in jeder Runde die Erwartungen über die Qualität der Aktien abgefragt. Um den Aktienbesitz zwischen Teilnehmenden zu variieren, werden anfangs drei der sechs Aktien zufällig jedem Teilnehmenden zugeteilt. In diese Aktien bleibt jeder Teilnehmende über die Runden des Experiments investiert.

Das Design des Experiments erlaubt folgende Analysen: Für ein und dieselbe Aktie können die Erwartungen der Teilnehmenden, die diese Aktie besitzen mit den Erwartungen der Teilnehmenden, die diese Aktie nicht besitzen verglichen werden. Außerdem erlaubt der zugrundeliegende stochastische Prozess in jeder Runde exakt zu ermitteln, ob und wie stark Teilnehmende vom rationalen Vergleichsmaßstab (der sogenannten normativen Benchmark, d.h. den Wahrscheinlichkeiten nach der Bayes Regel) abweichen und somit über- oder unterreagieren.

Ein entscheidender Vorteil des Experiments ist hierbei, dass möglichst viele andere Faktoren, die auch die Erwartungen beeinflussen könnten, konstant gehalten werden. So können beispielsweise potenziell unterschiedliche Erwartungen nicht durch unterschiedliche Informationen über die Aktie erklärt werden.

Das zentrale Ergebnis der Studie ist, dass Teilnehmende sehr viel stärker auf Informationen reagieren und ihre Erwartungen sehr viel mehr anpassen, wenn sie den Aktientitel besitzen, als wenn sie den gleichen Aktientitel nicht besitzen. Das heißt, dass Teilnehmende, welche die Aktie besitzen nach positiven Informationen signifikant optimistischer werden als diejenigen, welche die Aktie nicht besitzen. Ähnlich und somit symmetrisch verhält es sich nach negativen Informationen. Diejenigen, welche die Aktie besitzen werden signifikant pessimistischer als eine Vergleichsgruppe, welche die Aktie nicht besitzt. Weiterhin kann festgestellt werden, dass die Erwartungen der Teilnehmenden, welche die Aktie besitzen, sehr viel stärker von der normativen Benchmark abweichen – also eine größere Verzerrung aufweisen – als die Erwartungen derjenigen Teilnehmenden, welche die Aktie nicht besitzen.

Wie lässt sich dieses Verhalten erklären? Die Autoren nutzen hierzu einen Erklärungsansatz aus der Psychologie:

Aufmerksamkeit wird stärker auf wert-relevante Informationen gerichtet, was wiederum zu Überextrapolation und in der Folge einer Überreaktion führt.

Im Experiment bedeutet dies, dass Informationen über Aktien, die ein Teilnehmender besitzt, als relevanter betrachtet werden, da die Entwicklung dieser Aktien einen direkten Einfluss auf den zu erzielenden Gewinn oder Verlust im Experiment hat. Um einen Nachweis für diesen Mechanismus zu zeigen, führen die Autoren drei zusätzliche Experimente durch. Dabei zeigen sie u.a., dass durch Farbkodierungen der gezeigten Preissignale die Aufmerksamkeit der Teilnehmenden so verschoben werden kann, dass der Effekt stärker bzw. schwächer wird. Auch zeigen sie, dass sich Teilnehmende besser an die Preissignale von Aktien erinnern können, die sie besitzen, als an solche, die sie nicht besitzen.

Insgesamt sind die Forschungsergebnisse der Autoren vor allem dahingehend interessant, dass systematisch unterschiedliche Erwartungen zwischen denjenigen, die eine Aktie besitzen und denjenigen, die eine Aktie nicht besitzen, einen Einfluss auf das Handelsverhalten von Marktteilnehmern und somit den Preis einer Aktie haben können.