

Stöttner, Rainer

Article — Digitized Version

Börsenkrach und Effizienzmarkt-Hypothese: Das Ende einer Illusion?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Stöttner, Rainer (1987) : Börsenkrach und Effizienzmarkt-Hypothese: Das Ende einer Illusion?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 67, Iss. 12, pp. 633-636

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136351>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Rainer Stöttner

Börsenkrach und Effizienzmarkt- Hypothese: Das Ende einer Illusion?

*Der Börsenkrach kam für die Akteure auf dem Aktienmarkt überraschend.
Kann die Finanzmarkttheorie einen Beitrag zu seiner Erklärung leisten, oder entzieht sich das
Geschehen auf den Aktienmärkten rationalen ökonomischen Erklärungen?*

Die jüngsten Ereignisse an den Weltbörsen werden bei vielen in schmerzhafter Erinnerung bleiben. Tagesverluste, gemessen an einem repräsentativen Marktindex, von mehr als 10% – oder wie im Falle der Börse Hongkong sogar von mehr als 30% – führen zwangsläufig nicht nur dazu, daß sich große und kleine Vermögen über Nacht in Luft auflösen, sondern auch dazu, daß scheinbar bewährte „Börsentheorien“ schlagartig widerlegt oder zumindest äußerst fragwürdig werden.

Die volkstümliche Redensart, wonach so manches in der Theorie, aber eben nicht in der Praxis gelte, macht ebenso die Runde wie das mephistophelische Wort von der ach so grauen Theorie. Fassungslos stehen ganze Legionen hochqualifizierter Marktanalysten vor einem Scherbenhaufen, den der rasende Mob der Börsenakteure hinterlassen hat, nachdem er in wilder Panik das ausgeklügelte und filigrane Gebäude marktanalytischer Wertermittlung niedergetrampelt hatte.

Fundamentalisten und Chartisten

Finanzmarktanalysten, die dem „fundamentalen Lager“ angehören, die sogenannten „Fundamentalisten“, reagieren auf den Ausverkauf in den Börsensälen ohnehin mit Unverständnis. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf den deutschen Aktienmarkt, der immerhin als fundamental grundsolide und im internationalen Vergleich als überaus preiswert „hochgerechnet“ wird. Derartige Berechnungen fußen auf sogenannten funda-

mental Daten wie Bilanzrelationen, wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen und dergleichen. Jedoch auch die angeblich niedrig bewerteten deutschen Aktien wurden im allgemeinen Strudel des internationalen Börsenzusammenbruchs mit in die Tiefe gerissen.

Für die Vertreter der konkurrierenden finanzanalytischen Schule, die sogenannten „Chartisten“, kam die Börsenkatastrophe nicht minder überraschend, hatten doch führende Aktienindizes sowie die Mehrzahl der Aktien just langfristige „Widerstandslinien“ übersprungen, ein „sicheres“ charttechnisches Zeichen für eine sich anbahnende längerfristige Hausse. Doch Chartisten sind im Vergleich zu den Fundamentalisten in einer strategisch-taktisch günstigeren Position, zumindest was die Selbstdarstellung anlangt. Sie können nämlich darauf verweisen, freilich zu spät, daß der optische Kursausbruch nach oben sich als „Bullenfalle“ herausgestellt, in Wirklichkeit also keine Hausse, sondern eine Baisse signalisiert hat. Damit mag die „Charttheorie“ gerettet sein, denn sie sieht eine derartige Möglichkeit ausdrücklich vor, den gebeutelten Anlegern hingegen hilft diese „Erklärung“ nichts.

Effizienzmarkt-Theoretiker

Die tradierte Finanzmarkttheorie entzieht sich der Deutung eruptiver Börsenbewegungen einfach dadurch, daß sie diese in das Reich der Absurditäten und Abnormitäten verweist. Wir erinnern uns: Nachdem E. F. Fama 1970 einen systematischen Überblick über die theoretischen und empirischen Grundlagen der efficient market hypothesis (EMH) publiziert hatte, wurde in der Folgezeit das Lehrgebäude der Kapitalmarkteffizienz weitgehend einhellig übernommen und durch unzählige

Dr. Rainer Stöttner, 40, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung für Volkswirtschaftslehre der Universität Tübingen.

empirische Tests untermauert¹. Nahezu unangefochten gilt auch heute noch, daß nüchterner Kalkül rational handelnder Akteure das (Kapital)Marktgeschehen bestimmt.

Effizient ist ein Markt bekanntlich dann, wenn er rational erwartete (zukünftige) Ereignisse unverzüglich in Preisanpassungen umsetzt. Da annahmegemäß alle oder zumindest die überwiegende Mehrzahl der Marktteilnehmer rational handeln, d. h. ihre Handlungsentscheidungen auf rationale Erwartungen gründen, kann, sofern es einen einheitlichen Maßstab der Rationalität gibt, nur einheitliches und gleichförmiges Handeln am Markt zustande kommen.

Wertlose Informationen

Die unmittelbare Folge davon ist, daß die Kenntnis marktrelevanter Informationen für keinen Marktteilnehmer Vorteile bietet, denn seine Mitstreiter am Markt verfügen zum selben Zeitpunkt über eben dieselben Informationen und disponieren daher entsprechend. Nutzbare Informationsvorsprünge gibt es also nicht. Es lohnt sich daher auch nicht, sich der aufwendigen und kostspieligen Prozedur des Informationssammelns zu unterziehen, denn der marginale Informationsnutzen ist gleich Null, die marginalen Informationsbeschaffungskosten hingegen sind positiv. Ein Marktteilnehmer verhält sich daher klug, wenn er den jeweils vom Markt her vorgebrachten Preis als „fairen“ Preis akzeptiert.

Nun mag es scheinen, die jüngste Börsenkatastrophe stelle im Grunde gar keinen Widerspruch zur Effizienzmarkthypothese dar, denn schließlich war einheitliches und gleichförmiges Verhalten zu beobachten. Jeder

Preis – sprich: auch der scheinbar schlechteste Kurs – wurde bedenkenlos als richtig und fair akzeptiert. Haben also die Marktteilnehmer allesamt rational gehandelt, sind sie auf effizienten Märkten wirklich fair bedient worden?

Allein schon der gesunde Menschenverstand sträubt sich, angesichts der erlebten Turbulenzen von effizienter Marktpreisbildung und fairen Tauschbedingungen zu sprechen. Märkte, auf denen Chaos herrscht und Panik das Gesetz des Handelns bestimmt, können schwerlich als effizient in einem einigermaßen verständlichen und einleuchtenden Sinn bezeichnet werden. Wer über Nacht sein gesamtes Vermögen verliert und gegebenenfalls auf viele Jahre hinaus mit den aus der Zwangsexekution seines Depots resultierenden Schulden leben muß, wird schwerlich das Gefühl haben, vom Markt fair behandelt worden zu sein.

Mögliche Ursachen des Krachs

Derart abnorme Reaktionen der Aktienmärkte wären allenfalls rational dann zu erklären, wenn sich das „fundamentale“ Umfeld von einem Tag zum anderen dramatisch verschlechtert hätte. Davon kann jedoch keine Rede sein. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit existiert schon lange. Daß es trotz massiver Dollar-Abwertung – infolge des J-Kurven-Effekts oder auch aus anderen Gründen – bislang nicht reduziert werden konnte (zumindest nicht in nominaler Rechnung), ist auch nicht erst mit dem Börsenkrach bekannt geworden. Das amerikanische Budgetdefizit kann wohl auch schwerlich der Grund für die schlagartige Stimmungverschlechterung sein, denn die amerikanische Haushaltsmisere ist gleichfalls seit langer Zeit in aller Munde.

Die Golfkrise ist auch nicht erst neuerdings ausgebrochen, sie schwelt schon viele Jahre. Tatsächliche oder

¹ Vgl. E. F. Fama: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *The Journal of Finance*, Vol. 25 (1970), S. 383-417; vgl. außerdem E. F. Fama: *Foundations of Finance*, New York 1976.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Kurt Wiesegart

DIE ENERGIEWIRTSCHAFT DER VR CHINA

– Die Entwicklung von Energieangebot und Energieverbrauch im Rahmen der sozialistischen Planwirtschaft seit 1949 –

Großoktav, 365 Seiten, 1987, brosch. DM 64,-

ISBN 3-87895-339-9

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

vermeintliche Zuspitzungen hat es gleichfalls schon mehrfach gegeben. Hier sollte allenfalls der Goldpreis (nach oben) reagieren, nicht aber die Aktienbörse in Weltuntergangsstimmung verfallen.

Ein weiteres Unsicherheitsmoment, die schwelende und vergeblich einer überzeugenden Lösung harrende internationale Schuldenkrise, besteht ebenfalls schon seit langer Zeit, spätestens seit jenem denkwürdigen August 1982, dem Zeitpunkt der vorübergehenden Zahlungseinstellung durch Mexiko. Just wenige Monate später begann weltweit eine beispiellose Aktienhausse, gerade so, als wollten die Finanzmärkte all jene verhöhnern, die in der Schuldenkrise eine ernste Gefahr für die internationalen Finanzmärkte erblickten. Wenn die Schuldenkrise die Hausse nicht verhindert hat, warum also soll sie jetzt als Erklärung für die Baisse herhalten?

Politik und Börse

Oder war es letztlich das deutsche Steuerreformpaket, das den Weltbörsen den Garaus machte? Diesen zweifelhaften Lorbeer können deutsche Finanzpolitiker wohl schwerlich beanspruchen, wenngleich ein gewisser Initialzündungseffekt auch kaum zu bestreiten sein dürfte. Es mußte die Amerikaner provozieren, als die Deutschen anstatt der geforderten Zinssenkungen Zinssteigerungen auslösten und hierdurch den bereits flüggellahnen US-\$ noch zusätzlich unter Druck setzten. Kein Wunder, wenn prompt US-Finanzminister J. Baker mit einer neuerlichen Abwertungsrunde für den US-\$ drohte.

Politiker scheinen oft schlicht nicht zu begreifen, von welch sensibler Struktur internationale Finanzmärkte sind. Häufig genügt wirklich schon ein Funke, um das Pulverfaß Börse hochgehen zu lassen. Dabei scheint es recht nebensächlich zu sein, wer bzw. was den zündenden Funken versprüht. Die erschreckend hilflosen Reaktionen der Politiker auf die dramatischen Kurszusammenbrüche belegen, wie wenig sie sich darüber im klaren sind, daß sie auf den Finanzmärkten allzu häufig ein gefährliches Spiel mit dem Feuer treiben.

Psychologie und Börse

Wahrscheinlich läßt sich das Börsengeschehen nur begreifen, wenn man die Marktpsyche als dessen Triebfeder erkennt. Eine marktpsychologische Annäherung an das Marktverhalten lehnt die Effizienzmarkt-Hypothese jedoch strikt ab, denn rational handelnde Wirtschaftssubjekte sind per definitionem nicht anfällig für wenig durchschaubare psychische Strömungen, Gemütslagen und dergleichen. Hierin dürfte der zentrale Trugschluß der Effizienzmarkt-Hypothese liegen, näm-

lich in ihrer konsequenten Weigerung, die essentiellen Grundlagen menschlichen Handelns zu akzeptieren. Wahrscheinlich ist es so, daß immer dann, wenn Ratio und Emotion in Konflikt geraten, schließlich die Emotion obsiegt.

Man kann der Effizienzmarkt-Hypothese den Vorwurf nicht ersparen, daß sie faktisches Marktgeschehen offenkundig ignoriert, anders läßt sich die Negierung jeglicher Emotionalität und Gefühlsabhängigkeit des Markthandelns nicht erklären. Der Effizienzmarkt-Hypothese dürfte es vielmehr darum gehen, das modische Paradigma rationaler Erwartungsbildung aufgeklärter („neoklassischer“) Wirtschaftsbürger auch und vor allem auf die Finanzmärkte zu übertragen. In diesem Marktsegment aber ist die Gefühlsbetonung des Handelns wohl überdurchschnittlich stark ausgeprägt. Denn schließlich werden auf den Finanzmärkten nicht irgendwelche Gebrauchs- oder Verbrauchsgüter gehandelt, die man unbedingt braucht und daher auch zu dem eben gültigen Preis erwirbt, sondern Spekulationsobjekte, die als Vehikel zur schnellen Mehrung von Vermögen erworben werden.

Insofern sind Aktientransaktionen, sieht man von Beteiligungskäufen mit dem Ziel des Machterwerbs ab, zu einem großen Teil von der Hoffnung auf Kursgewinne, also von spekulativem Interesse, zu einem gewissen Maß auch von der Spielleidenschaft, getragen. Hoffnungsvolle Spekulanten und geldgierige Spieler sind jedoch in aller Regel keine nüchtern kalkulierenden Zeitgenossen und schon gar keine „eiskalten“ Rechner, wie man vielleicht voreilig vermuten könnte. Wenn aber die Nüchternheit der Leidenschaft weicht, kann man schwerlich rationales Handeln erwarten. Es käme ja auch niemand auf den Gedanken, eine „Spielhölle“ als effizienten Markt zu bezeichnen.

Neue Wege der Finanzmarktforschung

Die Effizienzmarkt-Hypothese ficht dies alles freilich nicht an. Sie modelliert die heile Welt des homo oeconomicus. Das ist legitim, aber weltfremd. Wenn die Wirtschaftswissenschaft Realwissenschaft bleiben und nicht zur Formalwissenschaft herabsinken will, sollte ihr der Makel der Weltfremdheit nicht gleichgültig sein.

Neuere Ansätze der Finanzmarktforschung weisen hier durchaus den richtigen Weg. Besonders vielversprechend erscheinen die Arbeiten von R. J. Shiller², in denen auch analytisch sehr eindrucksvoll dargetan wurde, daß die Effizienzmarkt-Hypothese schlechter-

² R. J. Shiller: Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, in: American Economic Review, Vol. 71 (1981), S. 421-436; R. J. Shiller: Stock Prices and Social Dynamics, in: Brookings Papers for Economic Activity 1984, S. 457-498.

dings außerstande ist, faktisches Marktgeschehen zu erklären.

Die Beweisschiene Shillers läuft über die Schwankungsintensität („Volatilität“) der Marktpreise bzw. Börsenkurse. Er kann zeigen, daß die tatsächliche Volatilität weit größer ist als diejenige, die mit der Effizienzmarkt-Hypothese gerade noch vereinbar wäre. Diese gerade noch von der Effizienzmarkt-Hypothese gestützte Volatilität wird durch Effizienzmarkt-Hypothesenimplizite Varianzgrenzen („variance bounds“) festgelegt. Anders ausgedrückt: Die Effizienzmarkt-Hypothese behauptet eine beschauliche, schwankungsarme, also weitgehend stabile Preis- und Kursentwicklung, weil ja schließlich die lange Kette zukünftiger und rational erwarteter Ereignisse mit einer mehr oder weniger konstanten Diskontierungsrate auf die Gegenwart abdiskontiert wird. Die Wirklichkeit sieht anders aus: Tatsächlich zeigen insbesondere die Finanzmärkte eine Preisvariabilität, die ein Mehrfaches der von der Effizienzmarkt-Hypothese noch erklärbaren Preisfluktuation ausmacht.

In eine grundsätzlich richtige Richtung weist auch der speculative bubble approach (Preisblasen-Ansatz)³, der die Kursentwicklung auf den Finanzmärkten mit einer Luftblase vergleicht, die ständig größer wird. Der Markt erfreut sich an der wachsenden Blase und trägt durch sein Verhalten zu ihrem kontinuierlichen und sich schließlich beschleunigenden Wachstum bei und verdrängt die physikalische Gewißheit, daß die Blase irgendwann platzen muß.

Forschungsdefizit

So einleuchtend diese Ansätze ihrer Konzeption nach sind, so unvollständig sind freilich noch die handfesten Argumentationsgrundlagen. Ob es „fads and fashions“ sind, wie Shiller vermutet, oder selbstzerstörerische Mitläufereffekte, wie die Preisblasen-Theoretiker behaupten,

bedarf weiterer Klärung. Sicher ist nur soviel, daß die Marktpsyche, die „Stimmung“ des Marktes, was immer das im einzelnen konkret bedeuten mag, die entscheidende Verhaltensdeterminante darstellt. Solange man nicht weiß, wie und wodurch Marktstimmungen entstehen und diffundieren, bleiben Finanzmarkttheorien Stückwerk. Und solange bleibt verunsicherten Anlegern nichts anderes übrig, als sich so zu verhalten, wie es kürzlich ein Börsenmakler formulierte: „Wird der Nachbar schwach, dann wird man selber schwach.“

Zur Stabilität der Finanzmärkte trägt ein solches Verhalten freilich nicht bei. Nicht zuletzt angelockt durch die kräftigen Gewinne, die während der weltweiten Börsenhausse 1982 bis 1986 erzielt werden konnten, haben immer mehr Anleger den Weg an die Börse gefunden. Hier handelt es sich um Anleger, die kaum über ausgewogene Börsenerfahrungen verfügen. Unterbewußt mag sich bei ihnen sogar der naive Glaube festgesetzt haben, die Aktienbörsen seien mit einer Gewinnerzielungsautomatik ausgestattet.

Der nun erfolgte Crash hat wohl die längst fällige Ernüchterung herbeigeführt. Gleichwohl bleibt zu befürchten, daß Nervosität, Hektik und spekulative Exzesse das Finanzmarktgeschehen in Zukunft eher noch stärker beherrschen dürften. Extreme Preisschwankungen bieten extreme Gewinnchancen, freilich gepaart mit extremen Verlustrisiken. Doch eben diese Konstellation fordert die Spekulation heraus. Welches Maß an Instabilität die Finanzmärkte und die mit ihnen eng verknüpften übrigen Märkte einer Volkswirtschaft auf Dauer verkraften können, mag eine akademisch reizvolle Frage sein; sie empirisch beantworten zu lassen, könnte allerdings verheerende Folgen haben.

³ Vgl. O. J. Blanchard: Speculative Bubbles, Crashes, and Rational Expectations, in: Economic Letters, Vol. 3 (1979), S. 387-389; vgl. außerdem J. D. Jüttner: Spékulation – immer segensreich?, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 203 (1987), S. 1-11.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Armin Gutowski †, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Dipl.-Vw. Ira Lanz, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

VERTRIEB:

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 1060, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 3007624

Bezugspreise: Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-)

VERLAG UND HERSTELLUNG:

Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562500

Anzeigenpreisliste: Nr. 13 vom 1. 1. 1983

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Wünsch-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.