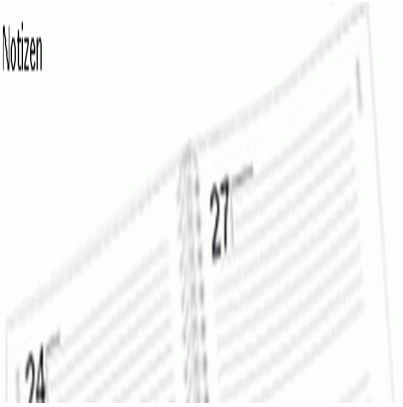

Herdentrieb vor rationalem Handeln

Description

Eine aktuelle Untersuchung von Jennie Bai, Thomas Philippon und Alexi Savov mit dem Titel "Have Financial Markets Become More Informative?“ kommt zu dem Ergebnis, dass der Verlauf von Aktienkursen und Anleihe-Preisen die Profitabilität von Unternehmen heute keineswegs besser vorhersagt als vor 50 Jahren.

Das erstaunt, schließlich ist das zur Verfügung stehende Datenvolumen stark angewachsen, der Handel ist liquider geworden. Die Zahl der börsennotierten Unternehmen ist gestiegen, die Handelsvolumina haben zugenommen, die Transaktionskosten sind gesunken.

Börsen beziehen ihre Berechtigung für die Realwirtschaft daraus, dass sie für eine volkswirtschaftlich effiziente Allokation von Kapital sorgen. Gut positionierte Unternehmen sollten leicht an Geld kommen. Ein wesentlicher Maßstab ist dabei die Gewinnentwicklung. Die Kurs-Reaktion auf firmenpolitische Entscheidungen sollte über effektive Börsen einen Hinweis geben, ob diese von den (potenziellen) Anteilseignern positiv oder negativ bewertet werden.

Börsen sollten in diesem Sinne bewirken, dass die Marktteilnehmer, immer besser informiert, zu immer rationaleren Entscheidungen kommen. Sie sollten so in die Lage versetzt werden, die zukünftige Entwicklung besser vorhersagen zu können.

Die Autoren haben zwar eine engere Beziehung zwischen Aktienkursen und Ausgaben für Forschung und Entwicklung gefunden, aber auch das führt nicht dazu, dass der Verlauf der Kurse die Gewinne besser vorhersagbar macht. Sie kommen insgesamt zu dem Schluss, dass der Grad der Informiertheit heute nicht höher ist als vor 50 Jahren.

Gleichzeitig hat die Informationstechnologie auch in den Finanzmärkten Einzug gehalten, ist immer leistungsfähiger geworden. Als eine mögliche Erklärung dieses Widerspruchs geben die Autoren an, der Einsatz von Computern habe das Speichern und Übertragen von Informationen zwar effektiver gemacht, gleichzeitig werden aber auch immer mehr Informationen produziert. Demgegenüber blieb deren Verarbeitung zurück, die Computer im Finanzwesen sprechen nach den Worten von Herbert Simon (1996) mehr als dass sie zuhören und denken.

Die Autoren haben auch keine Evidenz dafür gefunden, dass Änderungen etwa in der Regulierung der Märkte, wie etwa Insidervorschriften und dergleichen, wesentlichen Einfluss auf das von ihnen gefundene

Ergebnis haben.

Was also könnte die Ergebnisse noch erklären?

Unsicherheit hinsichtlich der Zukunft ist aus meiner Sicht eine wesentliche Quelle von Informationen. Denn dann divergieren die Aktionen der einzelnen Anleger besonders deutlich, demzufolge steigt die Menge unterschiedlicher Informationen an und gibt Aufschluss über das Verhalten des Systems Markt. Wenn umgekehrt alle Anleger ähnlichen oder gleichen Anlagemodellen folgen, steigt die Wahrscheinlichkeit von nicht vorhergesehenen Überraschungen im Laufe der Zeit an. Über einen langen Zeitraum gesehen dürfte der Grad der Informiertheit in beiden Fällen ähnlich sein (?), jedoch mit dem wesentlichen Unterschied einer stark diskontinuierlichen Informationsgewinnung.

Die Autoren haben sich in ihrer Studie hauptsächlich mit nicht-Finanz-Unternehmen im S&P 500 beschäftigt. Möglicherweise liegt hierin in Verbindung mit dem Aufkommen von Index-Fonds eine Erklärung für die Ergebnisse der Studie. Index-Fonds spielen seit Mitte der 1970er Jahre eine immer größere Rolle – erst recht mit dem Aufkommen der ETFs. Sie schalten Anleger letztendlich gleich und sorgen so dafür, dass gemäß obiger Argumentation die Informationsgewinnung diskontinuierlicher wird.

Gleichzeitig läuft das Investieren über solche Fonds dem Grundgedanken der Börse zuwider. Die Kapitalallokation findet nicht gezielt statt, Unternehmen werden nur im Verhältnis ihres Beitrags zum Index berücksichtigt. Erfolgreiche Unternehmen würden ohne Index-Favorisierung schneller und überproportional mit Kapital bedacht. Mit Index-Favorisierung dauert dieser Prozess deutlich länger. Womöglich ist dann ein solches Unternehmen zwar irgendwann stark im Index repräsentiert, befindet sich aber bereits in einer Phase abnehmenden Wachstums. Das „Indexieren“ trägt damit zu einer weniger effizienten Allokation des Kapitals bei.

Und so könnte eine mögliche, weitergehende Erklärung der von Bai, Philippon und Savov gefundenen Ergebnisse sein, dass die Märkte großer Aktien zwar technisch effizienter geworden sind und es so einfach geworden ist, Indices zu folgen. Die Eigenschaft der Börse, Kapital effizient zu allozieren, hat dabei aber gelitten, die *zeitnahe* Informiertheit bleibt ein Stück weit auf der Strecke, die Fähigkeit der Märkte in die Zukunft zu blicken, hat abgenommen: **Herdentrieb vor rationalem Handeln**.

Gefördert wurde diese Entwicklung auch durch die großen Notenbanken und auch durch die staatlichen Rettungsaktionen hinsichtlich der Banken. Die Zukunft scheint berechenbarer geworden zu sein, weil Kräfte in die Märkte eingreifen, um notwendige Korrekturen aufzuschieben. Das geht aber nur zum Preis größerer und unerwarteter Schwankungen in der ferneren Zukunft.

> Die verstärkte Ausrichtung auf Indices führt zu dem Trugschluss (oder basiert auf ihm(?)), dass Suche und Auswertung von weiteren Informationen sinnlos ist. Dies wäre so etwas wie das umgedrehte Grossman-Stiglitz-Paradox. Dieses postuliert, dass in einem effizienten Markt niemand nach weiteren Informationen sucht, da jede weitere Suche einen zusätzlichen (sinnlosen) Aufwand bedeuten würde.

Anmerkung:
Eine Präsentation der Studie mit Charts finden Sie hier!