

Mentale Konten und Anlegerverhalten

Christoph Merkle | Jan Müller-Dethard | Martin Weber*

Die meisten Anleger merken sich genau, zu welchem Preis sie eine Aktie erworben haben und verfolgen die weitere Preisentwicklung relativ zu diesem Einstandspreis. Ein solches Verhalten lässt sich gut durch das Konzept des „mental accounting“ beschreiben: Anleger eröffnen ein mentales Konto für jedes Einzelinvestment und registrieren Gewinne und Verluste auf diesem Konto. Viele Online-Broker unterstützen diese Art der Buchführung und zeigen die Rendite seit Kauf prominent an, oft in grün und rot für positive und negative Kursentwicklungen. Wäre die jährliche Rendite eine vernünftiger Kennzahl, die Sharpe Ratio, oder aggregierte Ergebnisse auf Portfolioebene? Vielleicht, aber der Wunsch die gesamte Historie eines Investments im Blick zu behalten, scheint stark ausgeprägt.

Wie wirken sich mentale Konten auf das Risikoverhalten aus? Die Erkenntnisse hierzu wirken widersprüchlich. Einerseits gibt es das Beispiel des Casino-Besuchers, der Gewinne bereitwillig wieder aufs Spiel setzt, da er das Gefühl hat, nicht mit eigenem Geld, sondern mit Spielbankgeld („house money“) zu spielen. Andererseits wissen wir über Anleger, dass der Wunsch, Gewinne mitzunehmen und so das Risiko zu reduzieren, steigt, wenn sich ein Investment im Plus befindet. Dieses Verhalten lässt sich in einem einfachen Laborexperiment nachbilden. Die Teilnehmer erhalten 2 Euro und können einen beliebigen Teil davon auf den Ausgang eines Würfelwurfs setzen. Zeigt der Würfel die Glückszahl des Teilnehmers, wird der Einsatz siebenfach zurückgezahlt. Uns interessiert das Verhalten der Gewinner nachdem sie einen solchen Gewinn erzielt haben. Werden sie konservativer oder wagemutiger?

Es kommt darauf an! Der entscheidende Faktor ist, ob sich weitere Runden des Experiments nahtlos anschließen oder ob ein Kassensturz gemacht wird und die Gewinne ausgezahlt werden. Im ersten Fall handelt es sich um einen Papiergewinn, wie er auch bei der Geldanlage typisch ist. Das finale Wort über das Ergebnis ist noch nicht gesprochen. Hier tendieren Gewinner dazu, risikobereiter zu agieren, da ihnen die Papiergewinne als Puffer dienen. So lassen sich kleinere Verluste ertragen, ohne das Spiel im roten Bereich zu beenden. Ähnlich übrigens bei Verlusten: Solange noch die Möglichkeit besteht, ein ausgeglichenes Ergebnis zu erzielen, versuchen Teilnehmer dies durch Steigerung des Risikos zu erreichen und den

* Prof. Dr. Christoph Merkle | Associate Professor of Finance | Aarhus University BSS | cmerkle@econ.au.dk

Dr. Jan Müller-Dethard | zeb.rolfes.schierenbeck.associates.gmbh

Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber | Universität Mannheim

Break-Even zu erzielen. Die zwischenzeitliche Auszahlung der erspielten Beträge ändert dieses Verhalten fundamental. Wird nun ein weiteres Spiel angeboten, zeigen sich Gewinner und Verlierer deutlich risikoaverser.

Die Theorie der mentalen Konten hilft diesen Sinneswandel zu verstehen. Mit Beginn des Experiments wird ein mentales Konto eröffnet, das sich im Verlauf der Würfelrunden in die Gewinn- oder Verlustzone bewegt. Diese Wahrnehmung bewirkt die Risikoanpassung mit dem Ziel in der Gewinnzone abzuschließen. Eine Unterbrechung des Spiels mit Auszahlung der bisherigen Beträge hat die Schließung des mentalen Kontos zur Folge. Ähnlich wie bei einem Anleger, der eine Aktie verkauft, werden Papiergewinne realisiert und als endgültig verbucht. Eine nun folgende Würfelrunde ist nicht mehr Teil des ursprünglichen Spiels und wird separat davon betrachtet. Deshalb steht dem Teilnehmer auch kein Polster aus Papiergewinnen mehr zu Verfügung, um potenzielle Verluste abzufedern. Folglich sind Teilnehmer, die schon einen Gewinn verbucht haben, weniger geneigt, nochmal ihr Glück zu versuchen. Genauso gibt ein realisierter Gewinn in einem Investment ein gutes Gefühl, das man nicht so schnell wieder verspielen möchte. Auch nach realisierten Verlusten führt die Schließung des mentalen Kontos zu geringer Risikofreude. Teilnehmer können das Konto nicht mehr ausgleichen und sind wenig geneigt, diese unerfreuliche Erfahrung zu wiederholen. Im Extremfall führt das dazu, dass sich Investoren nach Börsencrashes ganz vom Aktienmarkt zurückziehen. Wie Statistiken des Deutschen Aktieninstituts zeigen, brechen die Anlegerzahlen nach drastischen Marktrückgängen regelmäßig ein (Deutsches Aktieninstitut 2021).

Die Erkenntnis, dass sich das Risikoverhalten mit Schließung des mentalen Kontos umkehrt, wird mit dem Begriff Realisierungseffekt („realization effect“) beschrieben (Imas 2016). Wir wollen wissen, wie universell dieser Effekt ist und zeigen in einer Reihe weiterer Experimente, dass die Schiefe der zugrundeliegenden Verteilung des Glücksspiels einen erheblichen Einfluss auf den Realisierungseffekt hat. Die Schiefe beschreibt in der Statistik die Art und Stärke der Asymmetrie einer Verteilung.

Wenn die Teilnehmer, wie eingangs beschrieben, in ein Glücksspiel investieren können, das mit einer geringen Chance einen großen Gewinn erzielt und ansonsten einen kleinen Verlust (positive Schiefe), zeigt sich der beschriebene Realisierungseffekt: Höhere Risikoneigung bei unrealisierten Ergebnissen. Dieser Unterschied verschwindet, wenn das Glücksspiel eine große Chance auf einen kleinen Gewinn bietet oder eine 50:50 Chance auf einen mittelgroßen Gewinn (negative Schiefe oder symmetrische Verteilung). In diesen Fällen gehen Teilnehmer weder nach einem Papiergewinn noch nach einem Papierverlust ein erhöhtes Risiko ein und der Realisierungseffekt verschwindet.

Grund dafür ist nicht etwa ein unterschiedlicher hoher Erwartungswert des Glücksspiels in den verschiedenen Experimenten (der bleibt konstant). Vielmehr verfügen die Verteilungen ohne positive Schiefe nicht über die attraktiven Eigenschaften, die die Risikofreude erhöhen. So reicht ein kleiner Gewinn oft nicht aus, um ein Polster gegen mögliche Verluste zu bilden. Da Teilnehmer dazu tendieren, maximal ihren Papiergewinn zu setzen, sind ihre Möglichkeiten bei mickrigen Gewinnen stark eingeschränkt. Im Verlustbereich rückt der Break-Even in weite Ferne, wenn die Höhe des potentiellen Gewinns den Einsatz nur geringfügig übersteigt.

Auf realen Finanzmärkten ist also nicht damit zu rechnen, dass der breit diversifizierte Fondsanleger nach moderaten Papiergewinnen plötzlich überschwänglich wird. Das gibt die Renditeverteilung schlicht nicht her. Anders sieht es bei Anlegern in sogenannten Lottery Stocks aus. Diese oft günstigen und hoch volatilen Papiere zeichnen sich durch eine positive Schiefe aus. Sie sind bei Privatanlegern beliebt und animieren zu Erhöhung des Risikos, solange bestehende Gewinn- oder Verlustpositionen nicht realisiert sind.

Literaturverzeichnis

Deutsches Aktieninstitut. 2021. Deutschland und die Aktie – Eine neue Liebesgeschichte? [online]
www.dai.de/fileadmin/user_upload/210225_Aktionaerszahlen_2020.pdf.
[01.11.2021].

Imas, A. 2016. The Realization Effect: Risk-Taking after Realized versus Paper Losses. *American Economic Review* 106(8): 2086-2109.

Quelle

Der Beitrag basiert auf "Closing a mental account: the realization effect for gains and losses" von Christoph Merkle, Jan Müller-Dethard und Martin Weber erschienen in: *Experimental Economics*, 24. Jg. 2021, S. 303-329.