



Universität Hamburg
Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Fachbereich Sozialökonomie

Erstbetreuer:

Dipl.-Volkswirt Alexander Pfannkuche
Professur für emp. Wirtschaftsforschung

Zweitbetreuer:

Prof. Dr. Alexander Bassen
Professur für Kapitalmärkte und Unternehmensführung

Bachelorarbeit

Faktoren und Bedingungen rationaler Verhaltensweisen an Finanzmärkten - von der Prospect Theory zu einer Feldtheorie des Finanzkapitals

Vorgelegt von
Ronny Ehlen

06. Juli 2016

Abstract

Das Werk des französischen Soziologen Pierre Bourdieu hat in den deutschsprachigen Wirtschaftswissenschaften bisher nur wenig Beachtung gefunden. Dabei eröffnet es innovative Sichtweisen auf Märkte als soziale Felder aus einer handlungstheoretischen Perspektive. Doch auch die Behavioral Finance legt ihren Fokus auf die beobachtbaren Entscheidungen von Akteuren. Die vorliegende Arbeit prüft daher vor dem Hintergrund des Finanzmarktes, ob eine Verbindung von Prospect Theory und Feldtheorie vermittelt über den Habitus möglich ist und speziell, welche Perspektiven sich dadurch auf die Faktoren und Bedingungen ergeben, die Akteuren die Verfolgung rationaler Handlungsprämissen erlauben. Zu diesem Zweck wird aus wissenschaftlichen Studien und Untersuchungen ein Set von beobachtbaren Handlungstypen erstellt und im Anschluss auf den strukturellen Ursprung überprüft. Es zeigt sich, dass durch die Verbindung dieser Ansätze vermeintlich kognitive Beschränkungen auf strukturelle Gegebenheiten zurückgeführt werden können und auch die Möglichkeit rationalen Verhaltens abhängig von einer spezifischen Ressourcenausstattung, strukturellen Gegebenheiten und einer bestimmten sozialen Prägung ist. Schlussendlich stellt dieser Text das Potenzial einer umfangreicheren Bearbeitung dieses Themas in Aussicht und zeigt erste Anknüpfungspunkte und -möglichkeiten auf.

Kurzfassung der Bachelorarbeit

Die Arbeit untersucht die Bedingungen ökonomisch rationalen Verhaltens im Kontext des Finanzanlagemarktes. Mittels einer Verbindung der verhaltensökonomischen Prospect Theory mit der bourdieuschen Feldtheorie wird vor allem herausgearbeitet, welche Bedeutung eine spezifische Ressourcenausstattung und ein strukturkonformer Habitus für die generelle Möglichkeit rationalen Verhaltens haben.

Aus der bourdieuschen Theorie lässt sich die Überlegung ableiten, dass rationales Verhalten im Sinne der neoklassischen Theorie zunächst kein kognitiver, sondern ein sozial strukturierter, weitgehend unbewusster Prozess ist. Es wird nur von den Marktteilnehmern produziert, welche auf Grund spezifischer Vorbedingungen intuitiv Entscheidungen treffen, die den Anforderungen der jeweiligen Marktstrukturen entsprechen. Es drängt sich daher die Frage auf: welche spezifischen Vorbedingungen müssen erfüllt sein, damit unbewusst rationale Verhaltensweisen produziert werden?

Besonders vielversprechend erscheint eine Annäherung an diese Frage über den verhaltensökonomischen Teilbereich der Behavioral Finance, da sich dieser in den letzten Jahrzehnten federführend bei der Untersuchung rationalen und nicht-rationalen Verhaltens an Finanzmärkten hervorgetan hat. Aufgrund ihres psychologischen Naturells entzieht sich der verhaltensökonomischen Forschung jedoch ein möglicher kultureller oder sozialer Ursprung des konkreten Verhaltens. Dennoch erlaubt insbesondere die Prospect Theory einen Zugang zu der Forschungsfrage, da sie sich auch als Mikroanalyse interpretieren lässt, die Auskunft darüber gibt, wie gut/schlecht sich der einzelne Akteur in einem Handlungsfeld zurecht findet, bzw. wie gut seine Dispositionen und Ressourcen zu den Feldstrukturen passen.

Auf der Grundlage einer Vielzahl von verhaltensökonomischen Studien zur Portfoliodiversifikation von Finanzmarktanlegern lassen sich zunächst idealtypische Verhaltensmuster erkennen und klassifizieren, die sich hinsichtlich ihrer Risikoorientierung und Rationalität diametral gegenüberstehen. Durch eine feldtheoretische Analyse des Finanzanlagemarktes kann weiterhin konstatiert werden, dass ein gewisses Maß an ökonomischem und kulturellem Kapital eine essentielle Vorbedingung für die generelle Möglichkeit rationalen Verhaltens in diesen Märkten ist. Eine Synthese dieser beiden Untersuchungen erlaubt dann, die verschiedenen Verhaltensmuster auf unterschiedliche Ausstattungen an Ressourcen und mehr oder minder strukturkonforme Habitus zurückzuführen. Anders ausgedrückt: die Ursachen rationalen und nicht-rationalen Verhaltens sind nicht primär kognitiver Natur sondern liegen vor allem in ungleichen strukturellen Vorbedingungen.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	IV
1. Einleitung	- 1 -
2. Drei Annahmen von Entscheidungsverhalten und ihr Zusammenhang	- 4 -
2.1 Bewusst rationales Entscheidungsverhalten	- 4 -
2.2 Kognitiv beschränktes Entscheidungsverhalten	- 5 -
2.3 Strukturgeleitetes Entscheidungsverhalten	- 8 -
2.4 Die Verbindung der Annahmen	- 11 -
3. Rationales und reales Verhalten anhand der Diversifikation	- 13 -
3.1 Rationale Diversifikation	- 13 -
3.2 Sicherheitsorientierte Diversifikation	- 13 -
3.3 Renditeorientierte Diversifikation	- 15 -
3.4 Übersicht über Akteure und Verhaltensklassen	- 17 -
4. Faktoren rationaler Verhaltensweisen und objektive Feldstruktur	- 21 -
4.1 Diversifikation, Dividende und ökonomisches Kapital	- 21 -
4.2 Informationen, Technik und kulturelles Kapital	- 23 -
5. Zu einer Feldtheorie des Finanzkapitals	- 28 -
5.1 Oppositionelle Feldstrukturen	- 28 -
5.2 Feldposition und Habitus der Akteure	- 29 -
5.3 Darstellung des Feldes des Finanzkapitals	- 32 -
5.4 Interpretation der Prospect Theory hinsichtlich des Feldes	- 34 -
6. Zusammenfassung und Bewertung	- 35 -
6.1 Faktoren und Bedingungen rationaler Verhaltensweisen an Finanzmärkten	- 35 -
6.2 Probleme und Potenziale dieser interdisziplinären Analyse	- 36 -
Literaturverzeichnis	V

Ehrenwörtliche Erklärung.....XVI

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Verhaltensklassen im Vergleich nach der Prospect Theory	- 20 -
Abbildung 2: Rationales Verhalten im Feld des Finanzkapitals	- 33 -

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht über Akteure und Verhaltensklassen - 17 -

Tabelle 2: Übersicht Feldklassen und Kapitalverteilung nach Akteuren - 32 -

1. Einleitung

In den Wirtschaftswissenschaften war die Annahme lange Zeit allgemein verbreitet, dass der Mensch als ein bewusst rational agierender Homo Oeconomicus modelliert werden kann, was für gewöhnlich mit der Fähigkeit gleichgesetzt wird, den eigenen Nutzen erfolgreich maximieren zu können. Dieser Glaube steht, spätestens seit der Finanzkrise 2008, unter massiver Kritik, bei der sich innerhalb der Ökonomie ganz besonders die Behavioral Finance als federführend hervorgetan hat. U.a. mittels empirischer Studien versucht sie die menschliche (Un-)Fähigkeit, sich entsprechend der Theorie zu verhalten, zu ergründen, aber auch einzelne Theorien über das Entscheidungsverhalten sind entstanden. Die bekannteste ist vermutlich die hochprämierte Prospect Theory (vgl. Kahneman, Tversky, 1979), welche v.a. kognitive und emotionale Gründe für ein irrationales Entscheidungsverhalten nahelegt.

Dagegen, so die Hypothese dieser Arbeit, kann speziell die Prospect Theory auch als Mikroanalyse verstanden werden, die Rückschlüsse darauf zulässt, wie gut/schlecht der Akteur sich in der Marktstruktur zurechtfindet und bewegt, bzw. passiver beschrieben: wie natürlich/unnatürlich sie ihm ist. Rationales Verhalten ist in dieser Überlegung zunächst kein kognitiver sondern ein sozial strukturierter, unbewusster Prozess. Es wird in dieser Überlegung nur von den Marktteilnehmern produziert, welche auf Grund spezifischer Vorbedingungen intuitiv Entscheidungen treffen, die den Anforderungen der Marktstrukturen entsprechen.

Die Verhaltensökonomie selbst gibt Anlass zu dieser Vermutung, beispielsweise wenn Smith von einer "ökologischen Rationalität" (Smith, 2010: S. 36; etwa vergleichbar mit dem System 1 von Kahneman (2011: S. 20 ff.)) spricht und damit ein kulturell geprägtes System aus Handlungsrouninen, Normen und Institutionen beschreibt, dass das individuelle Verhalten anleitet.

Ein älteres und populäreres Beispiel ist die von Max Weber (2015) beobachtete handlungsprägende Verbindung von Protestantismus (genauer Calvinismus) und Kapitalismus, nach der die kapitalistische Handlungsweise weniger kognitiver Natur, sondern Produkt der, durch die neue religiöse Kultur geänderten, Vorstellung sittlichen Lebens war. Die propagierte asketische Lebensführung förderte mit ihrer Konsumbeschränkung die Kapitalbildung und das Investitionsstreben, da stetiger Reichtumszuwachs als Zeichen der Auserwähltheit gedeutet wurde. In der Folge wurden die Gesellschaftsstrukturen im Sinne

dieser kulturellen Prägung in eine kapitalistische Form umgestaltet, die wiederum die nachfolgenden Akteure prägte.

Ein weiteres, spezifischeres Beispiel ist die Überlegung, dass z.B. die für Frauen vermeintlich natürliche Risikoaversion in Wahrheit Ergebnis des kulturell geprägten Erziehungs- und Sozialisationsprozesses ist (vgl. Slovic, 1966: S. 169; vgl. Bourdieu, 2012 für eine Analyse dieses Gedankens außerhalb des Finanzmarktes).

So erscheint rationales Verhalten nicht mehr in erster Linie als kognitive Frage, sondern als kulturbedingte Ausprägung die sich in entsprechenden Strukturen niederschlägt, zu denen, so ist noch zu zeigen, die Prospect Theory Rückschlüsse zu ziehen erlaubt. Die zu Grunde liegende Frage lautet daher: welchen spezifischen Vorbedingungen müssen erfüllt sein, damit unbewusst rationale Verhaltensweisen produziert werden?

Darüber hinaus, so die zweite Hypothese, dient eine vergleichende Analyse mehrerer Nutzenfunktionen von Marktteilnehmern dazu, anhand der beobachtbaren Entscheidungen auf die Ausmaße der strukturbedingten Ungleichheit von Marktteilnehmern zu schließen.

Die Frage nach handlungsprägender Kultur und Struktur entzieht sich jedoch vielfach den, in der Psychologie und der Behavioral Finance verwendeten Forschungsmethoden und -möglichkeiten (vgl. Zander, 2013: S. 348), ist dafür aber Gegenstand der Forschung des Soziologen Pierre Bourdieu. Seine Theorie könnte eine fruchtbare Ergänzung zur Prospect Theory darstellen, da auch sie handlungstheoretisch angelegt ist und nicht die Logik von Systemen, sondern die Akteure in den Vordergrund rückt (vgl. Beckert, 2012: S. 261) um von ihnen auf die "Infrastruktur" von Märkten zu schließen (vgl. Diaz-Bone, 2007: S. 254).

Mit dem Versuch, Bourdieus Theorie über kulturelle und strukturelle Verhaltensprägungen mit dem Entscheidungsverhalten nach der Prospect Theory zu verbinden, betritt die vorliegende Arbeit theoretisches Neuland.

Zur Bildung der theoretischen Grundlage für die Bearbeitung der Forschungsfrage wird in Kapitel 2 zunächst auf die sich in dieser Arbeit begegnenden Verhaltensannahmen eingegangen und im Hinblick auf den weiteren Verlauf zusammengefasst.

Auf das reine Entscheidungsverhalten fokussiert und reduziert, müssen sich den Analysen der Prospect Theory die direkte Betrachtung der Marktstrukturen und -kulturen und ihr Wirken auf die Marktteilnehmer entziehen. Jedoch lassen sich Entscheidungs- und Verhaltensmuster erkennen, die wiederum bestimmten Marktteilnehmern (wenigstens grob) zugeordnet werden können. Die Identifikation dieser Muster und die Zuordnung zu bestimmten Akteuren ist Gegenstand von Kapitel 3. Eine Analyse mit der Prospect Theory schließt dieses Kapitel ab.

Unter Kapitel 4 erfolgt eine tiefergehende Untersuchung der wichtigsten Strukturdimensionen im Finanzmarkt um im Kapitel 5 zunächst das Feld des Finanzkapitals zu schematisieren und im Anschluss daran das festgestellte Verhalten der Individuen aus den Strukturen zu begründen.

Im letzten Kapitel erfolgt eine abschließende Zusammenfassung und kritische Bewertung des hier verfolgten Forschungsvorhabens.

2. Drei Annahmen von Entscheidungsverhalten und ihr Zusammenhang

Im folgenden Kapitel werden einleitend die drei, für diese Arbeit wichtigen, unterschiedlichen Annahmen über das Entscheidungsverhalten von Akteuren vorgestellt. Mit der Rational-Choice-Theorie wird begonnen. Im Anschluss folgt die Ansicht der Behavioral Finance. Besonderer Schwerpunkt ist dabei die, zum weiteren Verständnis notwendige Prospect Theory. Als drittes wird die Handlungs- und Feldtheorie von Bourdieu erläutert. Das Kapitel schließt mit der Zusammenführung der Annahmen und einer kurzen Erklärung des im darauf folgenden Teil der Arbeit verfolgten Forschungsvorhabens und des Schemas.

2.1 Bewusst rationales Entscheidungsverhalten

Die Rational-Choice-Theorie beschreibt das Individuum als einen Homo Oeconomicus und seine Entscheidungen als bedingt durch seine Präferenzen und die Restriktionen. Letztere beschränken den Handlungsraum innerhalb dessen die Handlungsmöglichkeiten liegen, aus denen der Akteur auszuwählen hat. Entsprechend der Präferenzen werden die unterschiedlichen Handlungsmöglichkeiten gegeneinander abgewogen. Sie enthalten die, weitestgehend unveränderlichen, Wertvorstellungen und Neigungen des Individuums, die sich im Sozialisationsprozess entwickelt haben. Die gewählte Option garantiert den höchsten Nettonutzen, das Ziel des Individuums ist also die bewusste Nutzenmaximierung.

Dieses Ziel wird zum einen eigennützig verfolgt, d.h. ausschließlich an den eigenen Präferenzen orientiert. Die Interessen der anderen Individuen werden nur insofern berücksichtigt, wie sie den eigenen Handlungsraum beeinflussen (vgl. Kirchgässner, 1991: S. 13 ff.). Zum anderen wird die Entscheidung rational getroffen, d.h. nicht nur die vorhandenen Optionen werden bewusst nutzenmaximierend abgewogen, sondern auch der Erwartungsnutzen ihrer Konsequenzen (vgl. Von Neumann, Morgenstern, 2007), indem auf Grundlage aller zur Verfügung stehenden Informationen rationale Erwartungen gebildet werden (vgl. Muth, 1961). Probleme entstehen, wenn sich Individuen unter unvollständiger Information und Zeitdruck entscheiden müssen, was für gewöhnlich der Fall ist und sich, z.B. durch neue Informationen, der Handlungsraum verändert. In diesen Fällen müssen zwecks Neubewertung der Alternativen Kosten zur Informationsbeschaffung aufgebracht werden. Wichtig ist, dass ein Homo Oeconomicus diese Reaktion auf veränderte Umweltbedingungen nicht zufällig oder willkürlich, sondern systematisch vollzieht, wodurch das Verhalten gezielt durch Anreize beeinflussbar und damit auch prognostizierbar ist.

Die Handlungsmöglichkeiten beziehen sich für gewöhnlich auf andere Individuen, wie z.B. bei Verträgen, welche nur dann freiwillig zu Stande kommen, wenn sie für beide Teilnehmer eigennutzenmaximierend ist. Die Rational-Choice-Theorie verallgemeinert diese Tauschlogik auf sämtliche soziale Interaktionen, welche aggregiert zu spontanen und effizienten Ordnungen, beispielsweise Märkten, führen und als unintendierte Nebenfolge auch das Funktionieren des Marktmechanismus ermöglichen (vgl. Kirchgässner, 1991: S. 17–23).

Natürlich handelt es sich bei dem Modell des Homo Oeconomicus um eine Abstraktion mit dem Ziel, die Lösungen von Entscheidungssituationen seitens der Akteure zu antizipieren, z.B. um die Folgen wirtschaftspolitischer Programme berechenbar zu machen (vgl. Beck, 2014: S. 1 f.). Die Frage, die sich aufdrängt lautet natürlich, ob ökonomische Überlegungen auf Grundlage einer solch starken Vereinfachung nicht zu sehr an der Realität vorbei gehen (vgl. Arni, 1989) oder ob die Realitätsnähe der Annahmen, wie von Friedman (1953) behauptet, wirklich unerheblich, ggf. sogar schädlich für die Leistungsfähigkeit der Modelle ist (vgl. Friedman, 1953: S. 32).

2.2 Kognitiv beschränktes Entscheidungsverhalten

Neben der Kritik von Allais (1953) und Ellsberg (1961), die zeigten, dass die Erwartungsnutzentheorie systematisch von den Akteuren verletzt wird (vgl. für eine formale Darstellung Dyckerhoff, 1994: S. 13 ff.), befürwortete auch Simon (1955) eine kritische Sichtweise auf die vorherrschende Entscheidungstheorie der Ökonomie und stellte sie mit seiner Theorie der "Bounded Rationality" in Frage.

Aufgrund von physiologischen und psychologischen Einschränkungen, agiert der Mensch bei Simon nicht als Nutzenmaximierer. Anstatt alle Alternativen zu berücksichtigen, wie der Homo Oeconomicus, werden die Optionen nacheinander betrachtet, wobei der Entscheider immer ein Anspruchsniveau vor Augen hat, an dem er eine gute Alternative bemisst. Die Auswahl fällt dann auf die erste zufrieden stellende Möglichkeit, die Suche wird im Anschluss nicht mehr fortgesetzt. Folglich ist das Ergebnis nicht mehr zwangsläufig die beste, sondern möglicherweise nur noch eine gute Entscheidung (vgl. Simon, 1955: S. 101 ff.). In Abgrenzung zu dem, vom Rational-Choice-Modell postulierten, "Maximizing" bezeichnet Simon diesen Prozess als "Satisficing" (vgl. Simon, 1979: S. 503).

Darauf aufbauend wurden weitere Ansätze entwickelt, um Abweichungen von der Erwartungsnutzentheorie erklären zu können (vgl. Jones, 1999; vgl. Kahneman, 2003a). Es entstand insbesondere die Verhaltensökonomie, eine Verknüpfung von Psychologie und Ökonomie, welche u.a. anhand von Experimenten sogenannte Verhaltensanomalien

identifiziert, die ein rationales Entscheiden gemäß der Theorie verhindern (vgl. Beck, 2014: S. 14 ff.; für eine umfassendere Übersicht von Verhaltensanomalien vgl. z.B. Richards, 2014). Der Teilbereich der Behavioral Finance untersucht diese Verhaltensanomalien für den Finanzmarkt (vgl. Thaler, 1999: S. 13), und bietet alternative Erklärungen zu, früher stärker als heute, dominanten neoklassischen Theorien, wie z.B. der Effizienzmarkthypothese von Fama (Malkiel, Fama, 1970; Fama, 1991). Letztendlich legt die Behavioral Finance den Fokus auf die Akteure indem sie unterstellt (und empirisch untermauert), dass deren systematisch irrationale Entscheidungen und Verhaltensweisen Auswirkungen auf die Preise haben und sich von anderen Marktteilnehmern zum eigenen Vorteil nutzen lassen können (vgl. Berk, DeMarzo, 2011: S. 467).

Kahneman unterscheidet den Forschungsstrang der BF im Wesentlichen in drei Teilbereiche. Erstens die Untersuchung von Entscheidungsheuristiken. Diese bezeichnen vereinfachende Entscheidungsregeln zur Reduzierung von Komplexität, was es Akteuren erleichtert, intuitiv und reflexhaft zu agieren, aber möglicherweise irrationale Entscheidungen zur Folge hat (vgl. Reisch, Oehler, 2009: S. 33). Zum Zweiten das Konzept des Framing, welches eine Entscheidung als Komplex versteht, der die möglichen Handlungsoptionen, die Handlung selbst und die Wahrscheinlichkeiten der möglichen Ergebnisse und Konsequenzen der Handlung umfasst. Dieser "decision frame" (Tversky, Kahneman, 1981: S. 453) kann durch die Formulierung oder Präsentation des Entscheidungsproblems, aber auch durch die Normen, Gewohnheiten und persönlichen Eigenschaften des Entscheiders beeinflusst werden (vgl. Kahneman, Tversky, 1982; vgl. Tversky, Kahneman, 1981). Der dritte Teilbereich betrifft die Prospect Theory, eine, in Abgrenzung zur Erwartungsnutzentheorie, alternative Theorie zur Erklärung menschlicher Entscheidungen unter Risiko (Kahneman, Tversky, 1979). Sie wird nachfolgend auf Grund ihrer Relevanz für diese Arbeit ausführlicher erläutert.

Die Autoren identifizieren drei Effekte im menschlichen Entscheidungsverhalten: den Sicherheits-, den Reflexions- und den Isolationseffekt. Der Sicherheits- bzw. "Certainty Effect" beschreibt, dass grundsätzlich sichere oder wahrscheinliche Ergebnisse weniger wahrscheinlichen Ergebnissen vorgezogen werden. Durch den Reflexionseffekt (vgl. Kahneman, Tversky, 1979: S. 268) wird jedoch zwischen Gewinnen und Verlusten unterschieden, was das Invarianzprinzip der Erwartungsnutzentheorie verletzt (vgl. Laux u. a., 2012: S. 174 f.). So werden unterschiedliche Verhaltensweisen hervorgerufen, je nachdem, ob ein Gewinn oder Verlust erwartet wird: während sichere Gewinne unsicheren, aber höheren Gewinnen vorgezogen werden (risikoaverses Verhalten), wurde entgegengesetzt beobachtet,

dass größere Verluste mit geringerer Erwartungswahrscheinlichkeit, sicheren aber kleineren Verlusten vorgezogen werden (risikofreudiges Verhalten). Im Rahmen des Isolationseffektes (vgl. Kahneman, Tversky, 1979: S. 271) versuchen Entscheider die Wahl zu vereinfachen, indem sie Gemeinsamkeiten der Alternativen vernachlässigen und sich auf die Unterschiede konzentrieren, selbst wenn diese für den Entscheider irrelevant sein sollten.

Der Entscheidungsprozess selbst ist in zwei Phasen unterteilt: die Aufbereitungs- und die Bewertungsphase. In Ersterer werden die Alternativen sortiert und ggf. transformiert. Erst danach, in der zweiten Phase, wird die eigentliche Entscheidung getroffen (vgl. Kahneman, Tversky, 1979: S. 274)

Kern der Prospect Theory ist eine Wertfunktion, die den subjektiven Wert eines Ergebnisses für den Entscheider darstellt. Gewinne und Verluste werden dabei von einem Referenzpunkt aus bewertet, der die Ausgangslage beschreibt (vgl. Kahneman, Tversky, 1979: S. 277).

Generell gilt, dass Verluste (um den Faktor λ) stärker befürchtet, als Gewinne erwartet werden. Es kann daher von einer generellen Loss Aversion gesprochen werden, dargestellt durch einen steileren Verlauf der Wertfunktion im Verlustbereich bzw. einen flacheren Verlauf im Gewinnbereich (vgl. Tversky, Kahneman, 1991: S. 1053 f.). Es lässt sich eine Funktion generieren für die gilt (vereinfacht, da ohne Diminishing Sensitivity, siehe dazu Abschnitt 3.4):

$$v(x) = \begin{cases} x, & \text{für alle } x \geq 0 \\ \lambda x, & \text{für alle } x < 0 \end{cases}$$

wobei x den tatsächlichen, $v(x)$ den empfundenen Wert des Zuwaches/Verlustes angibt (vgl. Kahneman, Tversky, 1979: S. 279).

Obwohl die Anwendungsbereiche vielseitig sind (vgl. Schwaiger, Meyer, 2011: S. 202 f.), fehlt es in der Behavioral Finance an einem geschlossenen Theoriegebäude (vgl. Wahren, 2009: S. 74). Grund dafür ist das empiristische und auf das Verhalten von Individuen ausgerichtete Selbstverständnis der Psychologie (vgl. Zander, 2013: S. 347), aus der diese Forschungsrichtung hervorgegangen ist. Das Arbeiten mit geschlossenen Modellen ist eher unüblich, vielmehr steht die Untersuchung einzelner Fehler und Verzerrungen im Mittelpunkt (vgl. Kahneman, 2003b: S. 1449). Die Behavioral Finance im Allgemeinen kann deshalb als Forschungsstrang begriffen werden, der eine "collection of tools" (vgl. Camerer, 2004: S. 41), wie beispielsweise die Prospect Theory bereit stellt, mit welchen Entscheidungsprozesse in psychologischer Hinsicht analysiert werden können (vgl. Beck, 2014: S. 396). Das macht ihn gegenüber anderen Ansätzen besonders anschlussfähig.

Eine mögliche, gängige und logische Schlussfolgerung der Erkenntnis nicht rationalen Verhaltens aufgrund kognitiver Grenzen ist es, Zweifel an der zwangsläufigen Effizienz von Märkten zu hegen. Besonders die "naiv" (im Gegensatz zu "sophisticated" oder "smart") oder "individuell" (im Gegensatz zu "institutionell") genannten Investoren (vgl. exemplarisch Grinblatt, Keloharju, 2000) bedrohen die Funktion und die Effizienz des Marktmechanismus, indem sie mit ihren Entscheidungen Einfluss auf Preise nehmen. Das heißt, dass die Ressourcenverteilung durch Märkte, anders als vom Coase-Theorem behauptet (vgl. Coase, 1960; vgl. Kahneman u. a., 1990: S. 1339 ff.), suboptimal wäre und in Frage gestellt werden müsste. Daran anschließende Ansätze betrachten ineffiziente Märkte deshalb als das Ergebnis irrational handelnder Individuen und versuchen z.B. mittels der Gestaltung von Institutionen, Möglichkeiten zu finden, Marktakteure ohne formellen Zwang zu erwünschten Verhaltensweisen zu bewegen (wegweisend für diesen Ansatz sind Thaler, Sunstein, 2008), was natürlich u.a. besonders gewichtige Fragen bzgl. Freiheitseinschränkung und Machtausübung nach sich zieht (vgl. Herzog, Honneth, 2014: S. 379; vgl. Vahsen, 2011). Diesen Überlegungen implizit ist die Gleichsetzung des rationalen mit "richtigem Handeln" und der Glaube, dass lediglich die individuellen, kognitiven Kompetenzen den Akteur beschränken. Im Prinzip dient die Behavioral Finance in diesem Sinne dazu, das Prinzip der Nutzenoptimierung unter Nebenbedingungen um realitätsnähere Entscheidungskosten zu ergänzen (vgl. Lenger, 2013: S. 225 f.). Von der Rational-Choice-Theory abweichend kann z.B. der Staat oder ein anderer Regulierer in manchen Fällen die Effizienz der sozialen Ordnung Markt verbessern.

2.3 Strukturgeleitetes Entscheidungsverhalten

Im Gegensatz zu den vorgenannten Ansätzen sieht die Handlungstheorie des Soziologen Pierre Bourdieu die Ursache für beobachtbares Entscheidungsverhalten weniger im Individuum selbst als in seiner sozialen Prägung begründet. Entscheidungen werden vor allem nicht stets bewusst oder kalkuliert, sondern vielmehr intuitiv getroffen (vgl. Bourdieu, 1987: S. 157 f.). Die im Rahmen der Sozialisation inkorporierten, Verhaltens- und Denkschemata liefern eine Anleitung zum regelhaften und (im besten Fall) situationsadäquaten Entscheidungsverhalten. Dennoch verfolgen die Menschen bei Bourdieu individuelle Interessen, indem sie versuchen ihre soziale Position zu verbessern oder abzusichern (vgl. Lenger, 2013: S. 228).

Die gesellschaftliche Klassenherkunft führt zu jeweils unterschiedlichen, aber immer sehr stabilen Verhaltens- und Denkschemata, bzw. Dispositionen oder, ökonomisch ausgedrückt,

Präferenzen (vgl. Bourdieu u. a., 2006: S. 215). D.h., zwischen den spezifischen Entscheidungen und Präferenzen eines Individuums einerseits und der sozialen Herkunft andererseits gibt es für Bourdieu einen Zusammenhang, welchen er mit dem Begriff des Habitus beschreibt. So bildet beispielsweise die Arbeiterklasse einen anderen Habitus aus, als die Klasse der Unternehmer (vgl. für eine umfassende Analyse nicht nur dieser Aussage Bourdieu, 2007).

Auch die Strategien der Individuen (z.B. bzgl. des Sparens, des Investierens, etc.) sind inspiriert von den, in den Dispositionen verankerten Zukunftsvorstellungen (vgl. Bourdieu, 2007: S. 210 ff.). Das bedeutet weiterführend, dass der Habitus und damit auch die Klassenherkunft großen Einfluss auf die Wahrnehmung von Chancen, ebenso wie auf das Such- und Tauschverhalten, Ansprüche, Erwartungen, Informationsbeschaffung, usw. hat (vgl. Diaz-Bone, 2007: S. 257).

Die Individuen versuchen, aktuelle Situationen mit früheren Problemstellungen zu vergleichen und altbekannte, erfolgreiche Lösungen zu applizieren (vgl. Janning, 1991: S. 102). Das lässt darauf schließen, dass der Habitus am besten in Umwelten funktioniert, die ihm "heimisch" sind. In diesem Fall produziert er Verhaltensweisen, die rational erscheinen, weil sie der Umwelt und ihren Anforderungen vollkommen angepasst sind (vgl. Bourdieu u. a., 2006: S. 219). Doch was, wenn die Dispositionen aufgrund eines Strukturwandels (z.B. durch technischen Fortschritt) veralten, oder Personen in herkunftsfremde Milieus geraten? Die erworbenen Dispositionen sind für gewöhnlich sehr stabil und reagieren daher auch inflexibel und träge auf neue Situationen (vgl. Fuchs-Heinritz, König, 2014: S. 95). Es kommt zu einem Nachhinkeffekt, den Bourdieu "Hysteresis" (Bourdieu u. a., 2006: S. 219) nennt; zur Verdeutlichung spricht er manchmal auch vom "Paradigma Don Quichottes" (vgl. Bourdieu, 2001: S. 206). Es wird damit beschrieben, dass der Habitus nun Verhaltensweisen produziert, die ggf. unangemessen und nur wenig erfolgsversprechend sind. Beispielsweise wird sich ein Fließbandarbeiter schnell in einer anderen, ähnlichen Produktionseinrichtung zurecht finden, aber wahrscheinlich weniger gut auf dem Posten eines Verwaltungsbeamten; für einen solchen gilt umgekehrt natürlich das gleiche.

Die Entwicklung bewusster Strategien ist jedoch zum einen langsam und zum anderen nicht zwangsläufig erfolgreich. Da die in der Sozialisation erworbenen Präferenzen einen starken Einfluss ausüben, kommt es mit großer Wahrscheinlichkeit zu einer "intentionalen Verdopplung von Praktiken" (Schwingel, 1993: S. 53), also zu Handlungen, die auch ohne bewusstes Kalkül erfolgen würden.

Zusammengefasst wird so das Bild eines strukturelleiten Utilitaristen gezeichnet (vgl. Janning, 1991: S. 132), der Entscheidungen nicht (ausschließlich) auf Grund eines bewussten Nutzenkalküls, sondern vor allem auf Basis seiner dispositionellen Konditionierung trifft. Für Bourdieu ist die Rationalität daher "bounded, begrenzt, und zwar nicht nur, wie Herbert Simon meint, weil der menschliche Geist gattungsmäßig begrenzt ist [...], sondern weil er sozial strukturiert und daher beschränkt ist." (Bourdieu u. a., 2006: S. 215)

Die Individuen konkurrieren innerhalb sogenannter Felder um spezifische Felderträge. Soziale Felder können mitunter als Bourdieus Gegenentwurf zu Märkten gelesen werden (vgl. Bourdieu u. a., 2006: S. 197), das Feld des Finanzkapitals meint daher nichts anderes als den Finanzmarkt. Wo aber liegt der Unterschied zwischen Feldern und Märkten? Im Wesentlichen in dem handlungstheoretischen Ansatzpunkt, der nicht die Logik eines Systems, sondern die Auseinandersetzungen von Akteuren mit unterschiedlichen Habitus um die (begrenzten) Felderträge in den Vordergrund rückt und es erlaubt die unterschiedliche Wirkung von sozio-ökonomischen Strukturen auf die Feldteilnehmer zu untersuchen (vgl. Beckert, 2012: S. 261). Jedes Feld hat spezifische (Spiel-)Regeln, die bestimmen, welches Handeln angemessen ist und daher Vorteile bringt und welches nicht, d.h. Ertragschancen setzen feldspezifische Verhaltens- und Denkweisen voraus, während unpassende Handlungen sanktioniert werden können (vgl. Zander, 2010: S. 4). Die Grenzen des Feldes sind offen und ebenso wie die Spielregeln umkämpft, d.h. die Akteure versuchen sowohl die Institutionen, als auch die Spielregeln in ihrem Sinne zu verändern (vgl. Müller, 2014: S. 78 ff.).

Das impliziert jedoch auch, dass die Handlungen der Akteure nicht vollständig durch die objektiven Regeln bestimmt sein können. Neben dem Habitus, der das strategische Ermessen der Individuen prägt (vgl. Lenger, 2013: S. 227), haben auch die akteurseigenen Fähigkeiten und Eigenschaften eine Wirkung.

Fähigkeiten und Eigenschaften sind in diesem Fall Synonyme für die Art und Menge an Kapital im Besitz der Spieler. Differenziert wird besonders hinsichtlich des ökonomischen (Geld, materielle Güter, Eigentumsrechte) und des kulturellen Kapitals (beide können auch als verschiedene Arten von Macht gelesen werden (vgl. Bourdieu, 1983: S. 184)). Das kulturelle Kapital existiert in drei Formen: objektiviert (im Sinne von Büchern, Computern, etc.), inkorporiert (Bildung, Wissen, Fähigkeiten, welche wiederum Bestandteil des Habitus werden), institutionalisiert (Zeugnisse, Titel, Prädikate) (vgl. Bourdieu, 1983). Anders ausgedrückt handelt es sich dabei um die "Trümpfe", oder manchmal auch "strategic market assets" genannte Erfolgsfaktoren der Akteure (vgl. Bourdieu u. a., 2006: S. 192). Nach

Bourdieu verfügen die Individuen je nach Lebensweg und Erfahrung, sowie nach Klassenherkunft über unterschiedliche Mengen an Kapital, wobei das aktuell dem einzelnen Akteur zur Verfügung stehende Kapital ebenso Ausdruck der derzeitigen Position im Feld ist, wie auch im Vergleich die Relation der Marktteilnehmer zueinander wiedergibt.

(Eine dritte Sorte, das soziale Kapital, bleibt in dieser Arbeit unberücksichtigt, bzw. kann als Faktor in den anderen Kapitalsorten enthalten angesehen werden, da es in gewisser Wechselwirkung mit den anderen Kapitalsorten steht (vgl. Bourdieu, 1983: S. 195 ff.; vgl. De Blasi, 2015, insbesondere S. 24 f.). Das erlaubt eine stärkere Fokussierung auf die zuerst genannten und für diese Arbeit zentraleren Kapitalsorten.)

Schlussendlich legt Bourdieus Theorie den Fokus, ebenso wie die Behavioral Finance, auf die Akteure, mit dem Unterschied, dass weniger die spezifische Entscheidung im Mittelpunkt stehen, sondern stärker die prägende Wirkung der Strukturen, die die spezifischen Entscheidungen überhaupt erst bedingen.

2.4 Die Verbindung der Annahmen

Alle diese Verhaltensannahmen beziehen sich, mehr oder weniger direkt, aufeinander: die Behavioral Finance wirft der Rational-Choice-Theorie vor, psychologische Faktoren nicht zu berücksichtigen und die Habitus Theorie verweist auf die kulturelle und strukturelle Vorprägung und Unbewusstheit sowohl dieser psychologischen Faktoren, als auch der rationalen Verhaltensweisen. In Abfolge wird so ein zunehmend differenzierter Blick auf das Entscheidungsverhalten, ganz besonders auf das Rational-Choice-gemäße Verhalten von Akteuren gelegt, was zugleich mit einer stetig ansteigenden Betrachtungsweite von einer Mikro- zu einer Makroperspektive einhergeht, also von einem homogenen rationalen Individuum zu heterogenen Individuen, welche bestimmte kognitive Beschränkungen zu überwinden haben um rational handeln zu können, bis hin zu den strukturellen und kulturellen Bedingungen, welche überhaupt erst über die generellen Möglichkeiten spezifischer Handlungen entscheiden. Implizit ist diese Idee bereits bei Bourdieu vorhanden, wenn er schlussfolgert, "dass es ökonomische und kulturelle Bedingungen für den Zugang zu Verhaltensweisen gibt, welche die ökonomische Theorie als rational betrachtet [...]" (Bourdieu u. a., 2006: S. 189) und welche herauszufinden sich diese Arbeit zur Aufgabe gemacht hat.

Für die Bearbeitung dieser Abfolge kann auf bereits bestehende und erprobte Theorien und Analysemethoden der jeweiligen Disziplinen zurückgegriffen werden. Ausgehend von rationalen Verhaltensunterstellungen können anhand von Untersuchungsergebnissen

tatsächlich beobachtbare Verhaltensweisen und -muster bestimmten (idealtypischen) Akteuren zugeordnet und auf ihre Nähe zur Rational-Choice-Theorie überprüft werden. Da rationales Verhalten nach Bourdieu nur von den Marktteilnehmern gezeigt werden kann, welche auf Grund von inkorporierten, spezifischen Vorbedingungen intuitiv Entscheidungen treffen, die den Anforderungen der Marktstrukturen entsprechen, könnte eine sich anschließende, tiefergehende Analyse der strukturellen Gegebenheiten dann Rückschlüsse auf die unterschiedlichen Feldpositionen und Habitus der Akteure und damit auf die Bedingungen rationaler Verhaltensweisen offenlegen.

3. Rationales und reales Verhalten anhand der Diversifikation

In diesem Kapitel werden, ausgehend von der Rational-Choice-nahen Sicht des rationalen Akteurs bei Miller und Modigliani, die reale Diversifikationswahl der Anleger untersucht. Auf Grund der Vielzahl von Studien, welche sich mit der Thematik der Diversifikation befassen, bietet sie einen besonders geeigneten Ansatzpunkt, um, wie noch zu zeigen sein wird, das Ziel dieses Kapitels, die Identifikation unterschiedlicher realer Verhaltensmuster, die Rückschlüsse auf die objektiven Strukturen und handlungsbestimmenden Faktoren im Feld zulassen, zu forcieren. Die festgestellten Verhaltensweisen werden in Abschnitt 3.4 zusammengefasst und abschließend mit der Prospect Theory graphisch dargestellt.

3.1 Rationale Diversifikation

Das neoklassische Postulat, dass Finanzmarktakteure ihre Anlage nach rationalen Gesichtspunkten wählen, bedeutet nach Miller und Modigliani, dass Anleger mehr Vermögen ggü. weniger Vermögen vorziehen und ihr Nutzen aus einer Dividendenzahlung gleich dem der Steigerung des Marktwertes ihrer Anlage ist (vgl. Miller, Modigliani, 1961: S. 421 f.). Sie stehen dann auch, als profitorientierte Anleger, ihrer Anlage selbst indifferent gegenüber, d.h. es ist ihnen egal, ob sie in Pensionfonds, Autoaktien, oder Nahrungsmittel investiert haben oder den entsprechenden Gegenwert in Geld besitzen. Die Zielsetzung rationaler Anleger ist ein bestimmtes Risiko-Rendite-Verhältnis. Die Diversifizierung des Anlageportfolios ist daher nur davon abhängig, ob das Ziel einer höheren Rendite, oder eines niedrigeren Risikos erreicht werden soll (vgl. Berk, DeMarzo, 2011: S. 97 ff., S. 353 ff., S. 458 ff.).

3.2 Sicherheitsorientierte Diversifikation

Entgegen diesem Bild zeigt sich jedoch, dass besonders individuelle, private Kleinanleger ihre Anlagen unterdiversifizieren und so ihr Ausfallrisiko erhöhen. Polkovnichenko (2005) untersuchte, dass 80% der Aktien besitzenden Haushalte in einem Zeitraum von 18 Jahren nur Anteile an fünf oder weniger Firmen halten. Goetzmann und Kumar zeigen, dass speziell Individual Retirement Accounts, also speziell zur Altersabsicherung gedachte Anlagemöglichkeiten, ggü. anderen Accounts unterdiversifiziert sind (vgl. Goetzmann, Kumar, 2008: S. 444). Benartski (2001) stellt bei einer Studie privater Vorsorgesparkonten fest, dass Arbeitnehmer häufig über ein Drittel ihrer Vermögenwerte in Aktien ihrer eigenen Arbeitgeber investiert haben (Coca-Cola-Mitarbeiter sogar bis zu 76 Prozent). Weitere Studien erhärten das Ergebnis Bernatzkis (vgl. Agnew u. a., 2003; vgl. Huberman,

Sengmueller, 2004) und verdeutlichen, dass diesen Anlegern auch die grundlegendsten Elemente rationalen Anlageverhaltens unbekannt sind (vgl. Lusardi, Mitchell, 2007). Untermauert wird dies durch die Beobachtung, dass 80% aller dieser Kleinanleger nach der Anlageentscheidung überhaupt keine Handlungsaktivität mehr zeigen, weder bei starken Zugewinnen, noch bei Preisverfall (vgl. Mitchell u. a., 2006).

Eine mögliche Erklärung dieser deutlich erkennbaren Anlagenpräferenz ist der Familiarity Bias, sowie der Geographic Bias, nach denen Anleger ihnen bekannte Unternehmen bzw. ihnen vertraute Regionen bei ihrer Anlageentscheidung bevorzugen (vgl. Huberman, 2001). Grundsätzlich wäre, wie von Coval und Moskowitz (1999) angedacht, ein Informationsvorteil der Anleger durch ihre persönliche oder regionale Nähe zum Anlageobjekt denkbar, neuere Studien bezweifeln aber, angesichts des großen Ausmaßes des Bias, den ausreichenden Erklärungsgehalt dieser Überlegung (vgl. Zhu, 2002; vgl. Van Nieuwerburgh und Veldkamp, 2009). Eine andere Schlussfolgerung könnte sein, dass diese Anlagen einfach sicherer erscheinen, was eine Überbewertung ihres Nutzens, bzw. eine Unterbewertung ihres Risikos impliziert. Möglicherweise sind sie sogar mehr als reine Investitionen. Es kann beispielsweise beobachtet werden, dass Individuen sich bei der Motivation und Ausgestaltung ihrer Anlage stark an den Entscheidungen von Kollegen und anderen Peers orientieren (Duflo, Saez, 2002; Hastings u. a., 2010). Es könnte daraus geschlossen werden, dass die Anlage keine ausschließlich monetäre Funktion, sondern darüber hinaus auch einen sozialen Zweck erfüllt, indem sie die Gemeinsamkeit betont und fördert.

Agnew (2006) zeigt weiter, dass Anleger mit höherem Einkommen rationalere Anlageentscheidungen, vor allem in Bezug auf das Investment in den eigenen Arbeitgeber, treffen, als Individuen mit weniger Einkommen. Es scheint sich daher um ein Phänomen zu handeln, das besonders Angestellte in schwächeren Einkommens- und Bildungsgruppen betrifft, was angesichts geringer finanzieller Reserven und Möglichkeiten nochmal schwerer wiegt, wenn im Falle einer Unternehmenspleite sowohl der Arbeitsplatz, wie auch das in den Arbeitgeber investierte Vermögen verloren geht. Gerade mit dem Ziel der Absicherung geht die Forderung einer risikominimierenden Anlagenstreuung einher. Es zeigt sich, dass hier eine Beurteilung der Investition vorliegt, die nicht mit der Rational-Choice-Theorie übereinstimmt. Ein geographical Bias kann auch für institutionelle Investoren gelten. So stellen Coval und Moskowitz (1999) eine Präferenz von Managern US-amerikanischer Investmentfonds für Unternehmen fest, die ihren Hauptsitz in den USA haben, Hiraki u. a. (2001) erkennen eine ähnliche Neigung japanischer Investoren. Dieser Effekt scheint jedoch mit zunehmendem Internationalisierungsgrad des Investors abzunehmen, welcher sich für gewöhnlich auch in

größeren Bilanzsummen äußert (vgl. Covrig u. a., 2006). Auch Zhu argumentiert, dass die Profession und Ressourcenausstattung institutioneller Anleger für die Fähigkeit einer rationaleren Diversifikation spricht (vgl. Zhu, 2002: S. 2 f.).

Eine weiterführende Erklärung liefern Duru und Reeb (2002), die zeigen, dass die Diversifikation von Unternehmen v.a. davon abhängig ist, wie sicher sie ihre Gewinnerwartung prognostizieren können. Besonders bei unsicheren Prognosen nutzen sie die Möglichkeiten des Finanzmarktes zur Absicherung mittels einer breiten Streuung, d.h. sie sind in der Lage rationale Ziele zu formulieren und danach zu handeln.

3.3 Renditeorientierte Diversifikation

Eine geringe Diversifizierung wie die Kleinanleger, aber eine völlig konträre Zielsetzung zeigen sogenannte "Gambler" (vgl. Harris, 2003: S. 189), Individuen, die sich bewusst einem Risiko aussetzen. Die Literatur spricht bei einem solchen Verhalten von "Pleasures of Uncertainty" (Wilson u. a., 2005), was die Tragweite und die Motive des Handelns jedoch nicht korrekt, oder wenigstens unzureichend erfasst. Gambler setzen gezielt auf sogenannte "Lottery-Stocks", Anlagen, die sich durch ein besonders hohes Risiko bei durchschnittlich geringen erwarteten Renditen auszeichnen (vgl. Handa, 1971: S. 1073). Tieferegehende Studien kommen zu dem Schluss, dass diese Anleger zwar zum einen ein unerfülltes Verlangen nach Aufregung haben (Statman, 2002b), sich aber auch durch größere monetäre Bedürfnisse von anderen Anlegern unterscheiden (vgl. Kallick-Kaufmann, 1976: S. 82). Sie zeigen große Ähnlichkeiten mit Teilnehmern staatlicher Lotterien, die für gewöhnlich ebenfalls unteren sozio-ökonomischen Schichten entstammen (vgl. Kumar, 2009: S. 1913). Nach Brenner (1986), wie auch nach Herring und Bledsoe (1994), betrachten diese Personen Lotterien häufig als den einzigen Weg, der Armut zu entkommen (vgl. auch Rogers, 1998: S. 114). Entweder als Verzweiflung, oder aber auch als eine Art übertriebener Goldgräberstimmung kann man die Tatsache deuten, dass besonders in wirtschaftlichen Rezessionen und Krisenzeiten die Nachfrage nach diesen Lottery-Stocks ansteigt (vgl. Kumar, 2009: S. 1921 ff.). Nicht Absicherung treibt den Gambler also an, sondern die erhoffte Chance, durch den Handel ihr Vermögen schnell und exorbitant zu verbessern (vgl. Statman, 2002a: S. 14). Dafür setzen sie viel aufs Spiel und investieren in Relation zu Besserverdienenden höhere Anteile ihres Einkommens (vgl. Kallick-Kaufmann, 1976: S. 103 f.). Jedoch überschätzen sie ihre Chancen massiv, was auf einen geringeren Grad an finanzmarktspezifischem Fachwissen als für solche Anlagen benötigt schließen lässt. Die Forschungsliteratur unterstellt Akteuren mit solchen Verhaltensweisen mitunter eine gewisse

"Overconfidence", also eine Überbewertung der eigenen Fähigkeiten, was sich zusätzlich in einer irrational überhöhten Handelsfrequenz widerspiegelt (vgl. Glaser, Weber, 2007; vgl. Grinblatt, Keloharju, 2009). Die Folge ist eine deutlich unterdurchschnittliche Performance (vgl. Kumar, 2009: S. 1926 ff.). Die geringe Diversifizierung ist zwar beabsichtigt, aber während ein Gewinn sehr unwahrscheinlich ist, muss fast sicher mit einem Verlust gerechnet werden, wobei die möglicherweise eintretende Loss-Aversion den Gambler zusätzlich noch zum Halten einer solchen Anlage bewegt. Auf ein rationales Risiko-Rendite-Verhältnis im Sinne der Prospect Theory kann daher nicht geschlossen werden.

Eine artverwandte, aber rationalere Variante dieses Phänomens, das sogenannte "gambling for resurrection" (Palomino, Prat, 2003: S. 130), findet sich bei hochqualifizierten Managern von Banken und Fonds (vgl. Wang, 2001), die auch als "Money Manager" (vgl. Palomino, Prat, 2003: S. 113) bezeichnet werden. Chevalier und Ellison (1995) wie auch Brown et. al. (1996) zeigen empirisch: abhängig von der bisherigen Jahresperformance wird das Risiko eines Portfolios zu einem bestimmten Zeitpunkt durch den verantwortlichen Money Manager geändert (bei Chevalier und Ellison zur Mitte des Jahres, bei Brown et. al. ab September). Hat die Anlage bislang eher schlecht abgeschnitten, agiert er in der Folge risikofreudiger und umgekehrt. Die Kunden erfahren ggf. noch nicht mal davon, da sie über die Veränderungen des Nettowertes nur in bestimmten Abständen unterrichtet werden (z.B. monatlich bei Hedgefonds, vierteljährlich oder seltener bei Banken (vgl. MacKenzie et. al., 2007: S. 143)), während der Money Manager täglichen oder sogar sekundlichen Zugriff auf die Anlage hat. Trotz einiger (gesetzlicher und kundenspezifischer) Vorgaben über die Strategie, verfügt der Money Manager trotzdem über einen gewissen Spielraum bei der Anlagewahl und damit auch über den Risikogehalt des Portfolios, den er dazu nutzen kann, die Rendite in seinem Sinne zu optimieren. Aufgrund der obigen Feststellung, könnte hier das Vorhandensein und das Ausmaß der Selbstüberschätzung Schlüssel sein, ob hier möglicherweise eine Art rationales Gambling, oder doch eher spekulative Zockerrei vorliegt. In der Psychologie wird das Phänomen der Overconfidence häufig unterschieden in kognitiv, womit der klassische Bias bezeichnet wird (der daher am ehesten auf den Gambler zutrifft), oder motivationsbezogen, was eine notwendige und manchmal absichtlich eingeredete Überzeugung beschreibt, die es erst ermöglicht, sich bestimmten Herausforderungen zu stellen (vgl. Russo, Schoemaker, 1992; vgl. Keren, 1997). Für einen kompetenten Money Manager könnte also eine gewisse Overconfidence durchaus rational sein und die Investoren würden, im Idealfall, durch das Geschick und Wissen des Money Managers um die bestmögliche Strategie, profitieren. Im Gegenzug erhält er dafür einen erfolgsabhängigen Bonus am Jahresende (vgl. Palomino, Prat,

2003: S. 113). Im Kern handelt es sich hier also um ein klassisches Principal-Agent-Problem, bei dem der Money Manager den Informationsvorteil auf seiner Seite hat. Wie gut er diesen für beide Parteien nutzt, wird entscheidend von seinen Fähigkeiten bestimmt, z.B. davon, wie sehr er dem Overconfidence-Bias unterliegt. Jedoch liegt das Hauptrisiko in jedem Fall bei den ahnungslosen Kunden.

3.4 Übersicht über Akteure und Verhaltensklassen

Die Untersuchung der Akteure hinsichtlich der Diversifikation ergibt sich als äußerst aufschlussreich um unterschiedlichste Präferenzen und Anlageverhalten aus der großen Menge an Studien im Sinne des in dieser Arbeit verfolgten Themas zu filtern.

Schematisch hinterlässt die Untersuchung bis hier vor allem das Bild dichotomer Ausprägungen von Verhaltensweisen. Während sich die Differenzierung nach rendite- und risikoorientierter Zielsetzung schon aufgrund des unter 3.1 vorangestellten Lehrsatzes logisch ergab, existieren darüber hinaus auch innerhalb dieser Zielsetzung weniger und stärker rationale Verhaltensweisen, man könnte auch allgemeiner von unterschiedlichen Klassen von Verhaltensweisen sprechen. Aus Vereinfachungsgründen werden im Folgenden, in Anlehnung an die Literatur der Behavioral Finance diese beiden unterschiedlich rationalen Verhaltensklassen als "smart" (für die stärker rationalen Verhaltensweisen) und als "naiv" (für die weniger rationalen Verhaltensweisen) bezeichnet.

Zur Klasse der "smarten" Akteure gehören daher sowohl die risikofreudigeren Money Manager, wie auch die risikoaverseren Unternehmensmanager. Zu den "naiven" Akteuren zählen dagegen die risikofreudigen Gambler und die risikoaversen Kleinanleger.

Die nachfolgende Tabelle dient der besseren Übersicht über das vorläufige Untersuchungsergebnis.

Verhaltensklasse	Sicherheitsorientiert	Renditeorientiert
Naiv	Kleinanleger	Gambler
Smart	Unternehmensmanager	Money Manager

Tabelle 1: Übersicht über Akteure und Verhaltensklassen
Quelle: eigene Darstellung

Nachfolgend werden die bis hierher erfolgten Untersuchungsergebnisse mit der Prospect Theory graphisch dargestellt. Zur Darstellung selber muss aber noch gesagt werden, dass in der Modellierung des Verhaltens der Anleger die Diminishing Sensitivity nicht berücksichtigt

wird. Diese drückt sich in der Prospect-Theory in einem konvexen Kurvenverlauf in der Verlustzone und einem konkaven Kurvenverlauf in der Gewinnzone aus. Unterstellt wird damit ein abnehmender positiver/negativer Grenzwert für Gewinne/Verluste. D.h. dass jede zusätzliche Einheit Gewinn/Verlust weniger nützt/schmerzt als die vorhergegangene Einheit. Anders ausgedrückt, der Unterschied zwischen einem Gewinn/Verlust von 100 € und einem von 200 € erscheint größer, als der Unterschied zwischen einem Gewinn/Verlust von 1100 € und einem von 1200 € (vgl. Kahneman, Tversky, 1979: S. 278). Für die Darstellung in dieser Arbeit ist das irrelevant, da es zwar um die Unterschiedliche Wirkung von Gewinnen und Verlusten, nicht aber um die unterschiedliche Wirkung verschiedener Mengeneinheiten geht. Vereinfachend kann so eine lineare Funktion verwendet werden, d.h. dass jede zusätzliche Einheit die gleiche Empfindung wie die vorherige generiert; analog zum ökonomischen Sprachgebrauch könnte man von einer konstanten Grenzempfindung sprechen.

Es gilt für die Darstellung nach der Prospect-Theory, dass der Referenzpunkt durch den Punkt $r(0/0)$ beschrieben wird. Der tatsächliche Zugewinn/Verlust an Anlageprodukten wird durch c ausgedrückt, welcher an der X-Achse abzulesen ist. Die Y-Achse beschreibt die Wertfunktion $v(c-r)$, welche den empfundenen Wertgewinn/-Verlust beschreibt.

Die dieser Arbeit zu Grunde liegenden Werte orientieren sich an den Studien von Tversky und Kahneman, nach denen der Verlust im Schnitt um den λ -Faktor von ca. 2,5 stärker empfunden wird, als ein entsprechender Gewinn (vgl. Tversky, Kahneman, 1991: S. 1053 f.). Dieses Verhältnis wird als Normalmaß menschlichen Verhaltens und damit als Marktdurchschnitt gesetzt. Formalisiert kann es daher beschrieben werden durch:

$$(1) \quad v(c) = \begin{cases} c, & \text{für alle } c \geq 0 \\ 2,5c, & \text{für alle } c < 0 \end{cases}$$

Das bedeutet, dass das durchschnittliche Verhalten im Verlustbereich durch eine mehr als doppelt so risikofreudige Handlungsweise wie im Gewinnbereich gekennzeichnet ist. Die Irrationalität des Verhaltens ist folglich durch die Differenz zwischen diesen beiden Werten gekennzeichnet.

Ein rationales Verhalten impliziert daher, dass der etwaige Verlust durch den ausgleichenden Nutzen am Gewinn kompensiert wird, bzw. dass der Gewinn mit einer adäquaten Risikowahl einhergeht. Deshalb ist eine vollkommen rationale Entscheidung an einer konstanten Steigung der Funktion über alle c ersichtlich. Exemplarisch wird rationales Verhalten in den Graphiken

dieser Arbeit dargestellt durch ein $\lambda = 1,5$, formal kann ein solches Verhalten beschrieben werden mit:

$$(2) \quad v(c) = \lambda c$$

Die smarte Verhaltensklasse ist in Abbildung 1 exemplarisch dargestellt mit einem $a=1,25$ und $\lambda=1,875$, bewegt sich aber in dieser Abbildung je nach Grad der Rationalität in dem Bereich zwischen dem Marktdurchschnitt und perfekter Rationalität. Damit wird ausgedrückt, dass die Akteure dieser Klasse rationaler als der Marktdurchschnitt entscheiden, jedoch, auf Grund kognitiver Beschränkungen nicht zwangsweise perfekt rational. Formal ist das Verhalten daher beschrieben durch:

$$(3) \quad v(c) = \begin{cases} \alpha c, \text{ wobei } 1 \leq \alpha \leq 1,5 \text{ für alle } c \geq 0 \\ \lambda c, \text{ wobei } 1,5 \leq \lambda \leq 2,5 \text{ für alle } c < 0, \text{ u. d. B. } \lambda \geq a \end{cases}$$

Die Klasse der naiven Akteure zeichnet sich dagegen durch ein recht irrationales Verhalten aus, was im besten Fall lediglich dem Marktdurchschnitt entspricht. Geringes Finanzfachwissen beispielsweise macht sie anfällig für eine suboptimale Anlagenauswahl. Es ist zwar nicht ausgeschlossen, dass sie den Markt schlagen, jedoch unterliegt das einer hohen Zufallswahrscheinlichkeit und kann nicht systematisch angenommen werden. Exemplarisch wird dieses Verhalten durch ein $a=0,5$ und $\lambda=3,5$ ausgedrückt. Generell wird die Klasse jedoch durch die gesamte Fläche unter dem Marktdurchschnitt beschrieben, welche wie folgt formalisiert werden kann:

$$(4) \quad v(c) = \begin{cases} \alpha c, \text{ wobei } 0 \leq \alpha \leq 1 \text{ für alle } c \geq 0 \\ \lambda c, \text{ wobei } 2,5 \leq \lambda < \infty \text{ für alle } c < 0 \end{cases}$$

Die Graphik verdeutlicht das Verhältnis der beobachteten Verhaltensweisen im Vergleich, sowie zum gesetzten Marktdurchschnitt und zum rationalen Verhalten.

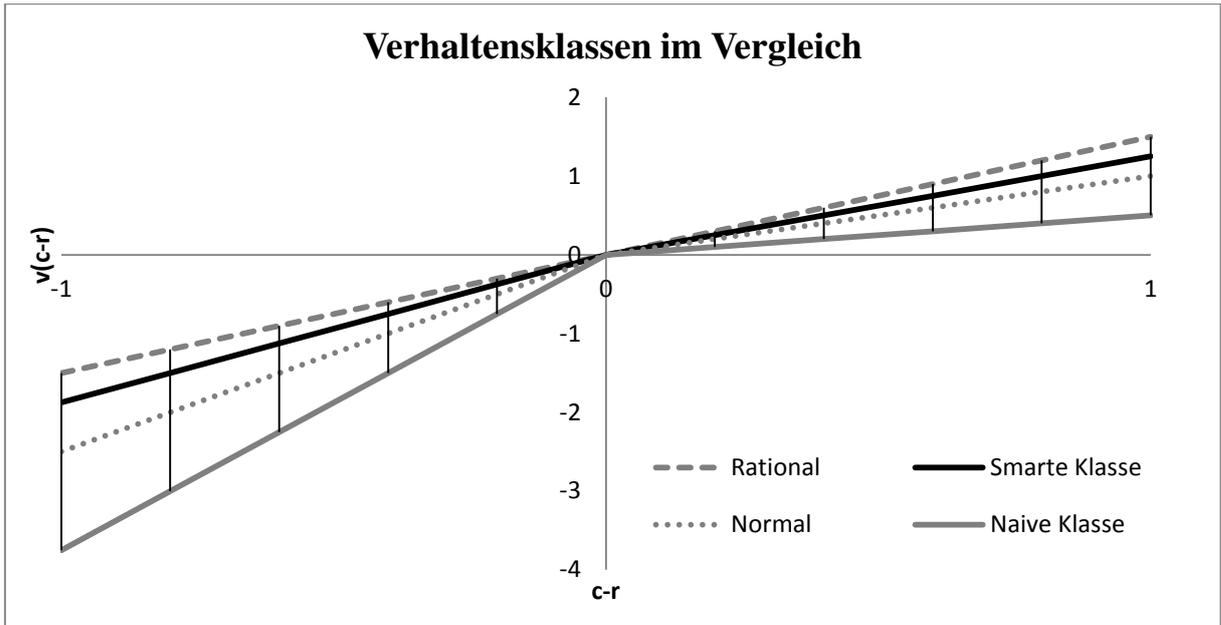


Abbildung 1: Verhaltensklassen im Vergleich nach der Prospect Theory
 Quelle: eigene Darstellung

4. Faktoren rationaler Verhaltensweisen und objektive Feldstruktur

Nachdem nun spezifische Marktteilnehmer als Träger idealtypischer Verhaltensweisen identifiziert werden konnten, soll in diesem Kapitel auf die wichtigsten objektiven Strukturen im Feld des Finanzkapitals geschlossen werden. Das Schema, der orthodoxen Theorie realweltliche Erkenntnisse gegenüberzustellen, wird auch in den folgenden beiden Abschnitten beibehalten.

4.1 Diversifikation, Dividende und ökonomisches Kapital

Die traditionelle Finanzwissenschaft geht für gewöhnlich von der Vorstellung aus, dass es einen positiven Trade-off von Risiko und Rendite gibt, also steigende Rendite auch mit mehr Risiko einhergeht. Während man ursprünglich davon ausging, dass das Risiko eines weit gestreuten Portfolios nach dem Gesetz der großen Zahlen zwangsläufig gegen null gehen würde (vgl. Rubinstein, 2002: S. 1042), zeigte die Portfoliotheorie von Markowitz (1952), dass das Risiko bei gegebener erwarteter Rendite zwar reduziert, aber niemals vollständig beseitigt werden kann, da nicht der Risikobeitrag des einzelnen Wertpapiers, sondern die Kovarianz des Gesamtportfolios entscheidend ist (vgl. zusammenfassend auch Rubinstein, 2002: S. 1042 f.). Bei gegebener Rendite kann mit steigender Anzahl von Aktien also nur dann von einer Risikoreduktion ausgegangen werden, solange die Korrelation der Aktien einen entsprechenden Beitrag dazu leisten (wobei ergänzend hinzugefügt werden muss, dass das Risiko in allen Fällen nicht unter das stets vorhandene Marktrisiko sinken kann) (vgl. Klug, 2014: S. 38). Ein optimal diversifiziertes Portfolio eröffnet gegenüber einer anderen Assetzusammenstellung also die Möglichkeit eines geringeren Risikos bei gleicher Renditewahl (bzw. alternativ eine höhere Rendite bei gleichem Risiko). Diese Möglichkeit wird auch als "Free Lunch" (vgl. exemplarisch Arshanapalli, Nelson, 2010: S. 34) bezeichnet. Gemäß der, unter 3.1 beschriebenen, Definition nach Miller und Modigliani, wird ein rationaler Anleger auf eine solche Option nicht verzichten.

Aber was ist eigentlich eine optimale Diversifizierung? Wie der Einführung zu entnehmen war, ist diese natürlich abhängig vom gewählten Rendite- bzw. Anlageziel, wie auch von der Kovarianz der Anlagen. Bezogen darauf haben einige Forscher Berechnungen angestellt, welche die optimale Streuung in Abhängigkeit von der Wirtschaftlichkeit weiterer Diversifizierung zu fassen versuchten. Dabei ist, neben dem Ergebnis als solchem, besonders die Veränderung des Ergebnisses im Zeitverlauf interessant.

Beispielsweise erschöpfen sich nach Evans und Archer (1968) die ökonomischen Vorteile der Streuung noch bei 10 Aktien. Elton und Gruber (1977) bestätigen dies auch noch knapp 10 Jahre später weitestgehend, indem sie analytisch zeigen, dass 51% der Standardabweichung eines Portfolios durch eine Diversifizierung von 10 Aktien eliminiert werden kann, der Effekt weiterer Streuung ist dann nur noch minimal. Statman (1987) dagegen hält weitere 10 Jahre später bereits ein Portfolio von 30-40 Aktien (in Abhängigkeit von der Finanzierungsstrategie) für notwendig. Noch einmal 15 Jahre später besteht eine optimale Diversifizierung nach der Standard-Portfolio-Theorie lt. Statman bereits aus mindestens 120 Aktien (vgl. Statman, 2002a: S. 12). Innerhalb von 25 Jahren stieg die optimale Diversifikationsmenge nach diesen Untersuchungen also um das 12-fache. Zusammenfassend stellen auch Campbell u.a. (2001) für die Jahre 1963-1997 die Notwendigkeit einer zunehmenden Diversifizierung fest.

Bereits ungeachtet der Kovarianz wird im Vergleich mit der absoluten Diversifikation von Kleinanlegern von gewöhnlicherweise vier (vgl. Barber, Odean, 2000: S. 796) oder fünf Aktien (vgl. Polkovnichenko, 2005) die Problemdimension deutlich. Darüber hinaus lassen sich aber auch hinsichtlich der Faktoren für rationales Verhalten Erkenntnisse ableiten, denn mit diesem eindeutigen Trend geht auch die Schlussfolgerung einher, dass die optimale Diversifikation ein gewisses (und im Zeitverlauf zunehmendes) ökonomisches Kapital erfordert. Das bringt, hinsichtlich der Zuschreibung rationalen Handelns, vor allem (aber nicht nur) die risikoaversen Anleger in eine gewisse Bedrängnis. Wie in Abschnitt 2.1 angeführt, bezieht sich rationales Verhalten immer auf den Möglichkeitsraum eines Akteurs. Verlagert sich, angesichts des Zeitablaufes, eine optimale Diversifikation in Ermangelung von ausreichendem Geldvermögen ausserhalb dieses Raumes, sind die Anleger gezwungen, entweder risikoreichere Ziele zu formulieren, oder ganz auf die Teilnahme am Finanzmarkt zu verzichten um auch weiterhin als rationale Akteure zu gelten.

Wird nun ein eher intuitives und passives Handlungskonzept wie bei Bourdieu zu Grunde gelegt, muss man schlussfolgern, dass die Ausstattung eines Individuums mit ökonomischen Kapital einen entscheidenden Faktor bei der Bewertung des Verhaltens als rational oder irrational darstellt. Damit geht von ihm auch eine wichtige Wirkung im Feld des Finanzkapitals aus, weswegen es in der objektiven Struktur unbedingt Berücksichtigung finden muss.

Im übrigen existieren auch in der Literatur Differenzierungen von Verhaltensweisen nach Geldvermögen, z.B. wenn Anleger nach dem Wert ihrer Ordergrößen unterschieden werden.

Die Trennlinie zwischen individuellen (weniger rationalen) und institutionellen (rationaleren) Investoren verläuft dabei beispielsweise bei 10.000 \$ (vgl. Blonski, 2015: S. 44; vgl. Lee, 1992). Doch während diese Unterscheidung ex post, also als Folge der Erkenntnis irrationalen Verhaltens gesetzt wird, argumentiert die vorliegende Arbeit im Gegensatz dazu für eine unmittelbare Verbindung ex ante. Allgemeiner kann, bei gegebener Zielsetzung, die Ausstattung mit ökonomischen Kapital auch als Proxy für die Fähigkeit zur Chancennutzung (z.B. des Free Lunch) gesehen werden.

Der hier aufgezeigte Charakter des ökonomischen Kapitals wird auch von einer beobachtbaren Dividendenpräferenz unterstützt. Denn ein weiteres Merkmal rationaler Akteure, das aus der Beschreibung von Miller und Modigliani hervorgeht, ist, dass Dividenden keinen gesonderten Nutzen spenden. Folglich darf daher bei einem rationalen Anleger keine Liquiditätspräferenz vorhanden sein.

Die realen Beobachtungen entsprechen jedoch dem, was man vielleicht auch geneigt wäre anzunehmen. Brennan und Thakor (1990) unterscheiden Shareholder nach ihren Anteilsvolumina und finden heraus, dass die Dividendenpräferenz bei kleinen Shareholdern am stärksten ist, während sie mit dem Anteilsvolumen abnimmt. Jain (2007) verweist auf die Richtigkeit der vorgenannten Ergebnisse und stellt ebenfalls eine stärkere Präferenz für Dividendenzahlungen für naive ggü. smarten Investoren fest.

Graham und Kumar (2006) spezifizieren das betreffende Klientel genauer und identifizieren besonders einkommensschwache Anleger und speziell solche über 65 Jahren als dividendenbevorzugende Anleger. Als Grund für ein solches Verhalten könne angenommen werden, dass grundsätzlich Investoren mit einem größeren Bedarf an regelmäßigem Einkommen, also v.a. Anleger aus unteren sozio-ökonomischen Milieus, an solchen Anlagen interessiert sind und diese für sie einen höheren Wert generieren.

Dieser Fall unterstützt die zuvor entwickelte Ex-Ante-Überlegung, indem deutlich wird, dass der Mangel an ökonomischen Kapital dem irrationalen Verhalten vorausgeht und unterstreicht darüber hinaus auch die Bedeutung des Geldvermögens als Faktor rationalen Handelns.

4.2 Informationen, Technik und kulturelles Kapital

Informationen für Anlageentscheidungen zeichnen sich mitunter durch große Dynamik bei kurzen Intervallen aus, weswegen die Akteure in der Lage sein müssen, unter großem Zeitdruck agieren zu können (vgl. Oehler, 1991: S. 110). Umso entscheidender ist die

Wahrnehmung und Auswahl von relevanten Informationen, als auch der nüchterne Umgang mit ihnen.

Ein rationaler Anleger kann nach der Theorie nicht nur alle verfügbaren Informationen und Alternativen berücksichtigen und korrekt bewerten, er kann sie auch verzerrungsfrei extrapolieren. Das impliziert, dass er völlig emotionslos agiert. Die Annahme, dass er ebenfalls über rationale Erwartungen verfügt, bewirkt zusammen die Fähigkeit zu unendlich schnellen, wie auch richtigen Entscheidungen und Anpassungen an eine sich verändernde Umwelt (vgl. Klug, 2014: S. 24 f.).

Natürlich kann zurecht bezweifelt werden, ob diese Eigenschaften des Homo Oeconomicus überhaupt von irgendeinem Akteur erfüllt werden können, nicht zuletzt, da eine vollständige Sammlung und korrekte Bewertung aller verfügbaren Informationen die Möglichkeiten des menschlichen Gehirns ganz einfach übersteigen (vgl. Schneider u. a., 2010: S. 1). Deshalb definiert Kahneman (1973) die Aufmerksamkeit als begrenzte Ressource. Im Zusammenhang mit Suchkosten (vgl. exemplarisch Seasholes, Wu, 2007: S. 590) lässt sich argumentieren, wieso manche Marktteilnehmer über bessere Informationen verfügen als andere. Nach Barber und Odean (2008) lassen sich besonders naive Anleger stark beeinflussen und setzen in der Folge auf aufmerksamkeitserregende Anlagen. Tetlock (2011) stellt sogar einen Einfluss irrelevanter Nachrichten auf naive Anleger fest und Huo u.a. (2009) erkennen unterschiedlich starke Reaktionen zwischen den Verhaltensklassen in Zusammenhang mit der Aufmerksamkeitswirkung einer Information (so verursachen z.B. als langweilig wahrgenommene Ereignisse wie Quartalsberichte auch nur ein schwächeres Feedback). Dieses Verhalten könnte als Availability Bias auftreten, der besagt, dass Informationen nach ihrer Verfügbarkeit selektiert werden, was zu einer Überbewertung leicht zugänglicher Quellen führen kann (vgl. Tversky, Kahneman, 1974: S. 1127 f.). Zusätzlich verstärkend könnte die, wie festgestellt, üblicherweise bei renditeorientierten zu beobachtende und mehr oder weniger bewusste Overconfidence wirken, indem die Wahl für risikoreiche Anlagen auf sogar möglicherweise bezugsfernen Informationen basiert.

Aufgrund von Beobachtungen kann geschlussfolgert werden, dass besonders spezifische Ausbildung und Erfahrung einen entweder effizienzsteigernden Effekt bei der Nutzung der Aufmerksamkeit hat oder bzw. auch zu einer Senkung von Suchkosten führt, denn es zeigt sich ein signifikant positiver Effekt auf den Handelserfolg (vgl. Goetzmann, Kumar, 2008: S. 447 ff.), die Portfoliodiversifikation (vgl. Abreu, Mendes, 2010) und auf den Dispositionseffekt (vgl. Dhar, Zhu, 2006; dieser bezeichnet das u.a. von Odean (1998)

beschriebene Phänomen, dass Gewinneraktien zu früh verkauft werden und Verliereraktien zu lange gehalten werden).

Unbefriedigend bei diesen Überlegungen ist jedoch die implizite Unterstellung, dass es lediglich Beschränkungen hinsichtlich der Informationserlangung gibt, während die Informationsrelevanz grundsätzlich allen Anlegern klar ist. Das muss natürlich als fragwürdig angesehen werden und bedarf daher einer tiefergehenden Untersuchung.

Einige Arbeiten der neuen Wirtschaftssoziologie kommen zu dem Schluss, dass die Interpretation von Informationen in der Sozialisation geprägt werden, in besonderer Weise durch spezifische wirtschaftswissenschaftliche Ausbildungen (vgl. Diaz-Bone, 2007: S. 259), wie auch durch Lehrbücher und Wirtschaftszeitschriften (vgl. Duval, 2005), wodurch sich Konventionen, also kollektiv geteilte Einschätzungen, über die Funktionsweise des Finanzmarktes und der Bewertung von Informationen ausbilden und weitergetragen werden (vgl. Diaz-Bone, 2015: S. 232). Diese Konvention können sich in der Folge zu einer Art "self-fulfilling Prophecy" entwickeln; die Wirtschaftswissenschaften und ihre Theorien, so Callon (1998), müssen dann nicht als realitätsbeschreibend, sondern als performativ, d.h. die Realität ausbildend, betrachtet werden. Ihre Funktion sei "the forming of calculative agencies" (vgl. Callon, 1998: S. 23).

In einer Linie mit diesem Gedanken zeigt MacKenzie (2006) die performative Wirkung der Black-Scholes-Formel (1973), durch die das zuvor, wegen seines Glücksspielcharakters geltende, Verbot des Optionshandels aufgehoben wurde. Black und Scholes argumentieren, dass sich der theoretische Preis einer Option bestimmen lässt, indem sie exakt durch ein Portfolio, bestehend aus dem der Option zugrunde liegenden Basiswert und Bargeld, replizierbar ist. Stimmen Optionspreis und Portfoliokosten nicht überein ist die Möglichkeit einer Arbitrage gegeben, die jedoch in effizienten Märkten nicht von Dauer ist. Der Optionspreis bewegt sich deshalb auf Dauer auf den theoretisch berechneten Black-und-Scholes-Preis zu. Interessant ist nun, dass sich erst nach der Einführung und Lehre der Black-Scholes-Formel die Preise exakt in Richtung der unterstellten Muster bewegten, während sie zuvor nur ungefähr übereinstimmten (vgl. für eine Kurzzusammenfassung auch MacKenzie u. a., 2007: S. 146 f.).

Weiter beschrieb bereits Keynes in seinem berühmten "Beauty Contest", das professionelle Investment als ausgerichtet an Konventionen, indem derjenige Anleger gewinnt, der die erwartete Durchschnittsmeinung am besten antizipieren kann (vgl. Keynes, 2006: S. 132 f.). (Im Grunde handelt es sich bereits bei dem Versuch zukünftige Meinungen zu prognostizieren um ein irrationales Verhalten, was lediglich als rational erscheint, denn im Gegensatz zur

Referenz des an reale Gegebenheiten gebundenen Fundamentalwertes ist die Ausrichtung an der Erwartungsmeinung lediglich eine ungeschriebene zeit-, kultur- oder stimmungsabhängige Konvention, die letztlich unprognostizierbaren Änderungen unterliegt und daher nur solange unsicherheitsbewältigenden Charakter hat, solange sie existiert (vgl. zu dieser Position auch Keynes, 2006: S. 129 f. und 1937: S. 214). Dies zu hinterfragen ist jedoch nicht Gegenstand dieser Arbeit.)

Der beobachtete signifikant positive Effekt von spezifischen Ausbildungen und finanzwissenschaftlicher Erfahrung ist daher auf einerseits, den performativen Charakter entsprechender Theorien und andererseits, das eingeprägte Wissen um vorhandene Konventionen, bzw. als relevant akzeptierte Informationen zurückzuführen.

Neben der vorgenannten inkorporierten Form kulturellen Kapitals spielt in den letzten Jahrzehnten auch das objektivierte kulturelle Kapital eine immer größere Rolle. Wie Barber und Odean beschreiben, setzen besonders smarte Anleger zunehmend Computer ein (vgl. Barber, Odean, 2008: S. 787 f.). Besonders in den heutigen Zeiten des High-Frequency-Tradings kommt ihnen eine Schlüsselrolle zu (vgl. Aldridge, 2013: S. 1). Sie eliminieren das, für Menschen typische, emotionale und irrationale Moment in der Anlageentscheidung, welches fast immer negative Auswirkungen auf den Profit hat (vgl. Davis u. a., 2012: S. 862; vgl. Lo u. a., 2005; vgl. Shiv u. a., 2005). Gleichzeitig ermöglichen sie eine schnellere Reaktion auf veränderte Umweltbedingungen als für andere Händler möglich, indem sie Trades im Bereich von Nanosekunden abschließen (vgl. Keller, 2012: S. 1463) und damit 100-mal schneller als ein menschlicher Trader blinzeln kann (vgl. Hasbrouck, Saar, 2013: S. 647). Damit einher geht natürlich auch ein beträchtlicher Vorteil ggü. langsameren Tradern im Ausnutzen von Gewinnchancen (vgl. Foucault u. a., 2016). Nochmals verstärkt werden die Effekte durch die Fähigkeit zur verzerrungsfreien Extrapolation (vgl. Strassl, 1989: S. 16) und eine verbesserte adaptive Erwartungsbildung (vgl. Pesaran, 1987: S. 17) dank stetiger Anpassungen seines Programms. Die Bedeutung dieser Form objektivierten Kapital ist mittlerweile sogar so groß, dass bereits die geographische Nähe zur Börse einen Zeit-, und damit Handlungsvorteil darstellt (vgl. Garvey, Wu, 2010). Aufgrund hoher Kosten werden solche Computer bislang nur von Großbanken und Fonds eingesetzt (vgl. Chaboud u. a., 2014: S. 2054), die ihre Handlungsräume und -möglichkeiten auf diese Art den strukturellen Möglichkeiten anpassen.

Damit einher geht auch, dass ihr Einsatz den Akteuren mit einem besonders hohen Grad an inkorporiertem kulturellen Kapital vorbehalten ist, was in institutionalisierter Form (Titel,

Bildungsabschlüsse) legitimiert wird (vgl. Fuchs-Heinritz, König, 2014: S. 131). Das bedeutet, dass dieser Form kulturellen Kapitals eine Gatekeeperfunktion zukommt, da erst durch den Nachweis einer Kompetenz mittels Bildungstiteln der Zugang zu Rationalitätsunterstützenden Mitteln erworben wird (vgl. Schwingel, 2000: S. 88 f.).

Zusammenfassend führt ein hohes Maß an finanzspezifischem kulturellem Kapital zu einem deutlich theoriegemäßerem Umgang mit Informationen, weil es erlaubt, Chancen und Risiken am Finanzmarkt besser zu erkennen, selbst und gerade, wenn es sich um "unnatürliche" bzw. durch Konventionen erzeugte Risiken und Chancen handelt. Besonders solche Trader, die auf Einrichtungen des High-Frequency-Tradings zurückgreifen können scheinen systematische und auch strukturelle Vorteile gegenüber allen anderen Akteuren zu haben, und lassen zumindest die Möglichkeit eines nahezu perfekt rationalen Verhaltens erahnen. Kulturelles Kapital kann daher auch als Fähigkeit zur Chancensichtung definiert werden.

Damit ist aber auch gesagt, dass kulturelles Kapital im Finanzmarkt kein Wert für sich ist, denn sein bloßes Vorhandensein bewirkt noch keinen finanziellen Ertrag, während im Gegensatz dazu ökonomisches Kapital auch ohne Kenntnisse in Anlagen umgewandelt werden kann und so zumindest irgendeine Chance auf Felderträge generiert. So kann auch für das Feld des Finanzkapitals die im Kapitalismus typische, wenngleich in diesem Fall geringere, Dominanz des ökonomischen Kapitals festgestellt werden (vgl. Bourdieu, 1985: S. 11).

Hohes kulturelles Kapital hat aber mit seiner chancensichtenden Eigenschaft die Möglichkeit, die Wirkung ökonomischen Kapitals stark zu erhöhen, weswegen dann auch mit minimalem Geldvermögen eine Chance auf einen Feldertrag möglich wird. Darüber hinaus eröffnet es auch, in Bezug auf die zuvor besprochene Portfoliotheorie, die Nutzung des Free Lunch und grundsätzlicher, überhaupt erst das Wissen um eine risikominimierende oder renditesteigernde Möglichkeit. Es ist daher finanzspezifischer Form neben (oder unmittelbar nach) dem ökonomischen Kapital, ganz offensichtlich ein zweiter wesentlicher Faktor rationaler Verhaltensweisen an Finanzmärkten.

5. Zu einer Feldtheorie des Finanzkapitals

Da der Habitus bei Bourdieu eine Art Vermittlerrolle zwischen den objektiven Strukturen und dem beobachtbaren Entscheidungsverhalten einnimmt, kann das folgende Kapitel auch als eine Synthese der Kapitel 3 und 4 betrachtet werden. Die zugrunde liegende Frage ist, wie sich die beobachteten Verhaltensweisen erklären lassen und welche Bedingungen für rationales Verhalten daraus abgeleitet werden können. Dafür wird die Feldposition der Akteure hinsichtlich typischer Habitusformen und Strategien bestimmt und analysiert. Unter Abschnitt 3 erfolgt dann die Darstellung des Feldes des Finanzkapitals, während im letzten Unterpunkt die Verbindung zur Prospect Theory argumentativ hergestellt wird.

5.1 Oppositionelle Feldstrukturen

Zusammenfassend für dieses Kapitel werden im Folgenden die objektiven Feldstrukturen, also die Kapitalsorten, in Beziehung zueinander gesetzt.

Einerseits stehen ökonomisches und kulturelles Kapital in einer sich bedingenden Beziehung, da ohne eines von beiden rationales Handeln einer hohen Zufallswahrscheinlichkeit unterliegt. Konkret ist ein Inhaber von viel kulturellem Kapital in der Lage, mehr und besseren Chancen zu sehen, während einem Anleger mit viel ökonomischen Kapital die Fähigkeit gegeben ist, Chancen zu nutzen. Es deutet sich also bereits der Vorteil einer Kooperation an.

Andererseits allerdings stehen beide Seiten in einem Konfliktverhältnis, denn das Ziel der Akteure ist die Besserstellung oder Beibehaltung ihrer eigenen Position. Aufgrund der tendenziellen Dominanz des ökonomischen Kapitals gegenüber den anderen Kapitalsorten ist es im Vergleich wertiger, denn es ist allgemein akzeptiert und kann mit Leichtigkeit in die anderen Kapitalsorten transformiert werden, bzw. liegt ihnen auch zu Grunde (vgl. Fuchs-Heinritz, König, 2014: S. 129; vgl. Müller, 2014: S. 165). Inhaber ökonomischen Kapitals werden daher eher geneigt sein mögliche Schwundrisiken zu meiden und zeigen daher eher risikoaverse Verhaltensweisen.

Gegenteilig verhält es sich bei Inhabern kulturellen Kapitals, die mehr Chancen erblicken, als sie nutzen können. In diesem Fall könnte man von "unproduktivem Kapital" sprechen, in das sie zuvor aber investiert haben, um es zu erlangen. Darüber hinaus ist gerade die Nichtinvestition kulturellen Kapitals eines seiner Hauptschwundrisiken, schließlich kann beispielsweise einmal erlerntes Wissen auch wieder vergessen werden. Diese Akteure sind also darauf angewiesen, ökonomisches Kapital zu akkumulieren, beispielsweise mittels einer Gewinnbeteiligung des Geldgebers, was zusätzlich den Vorteil hätte, dass Verlustrisiko

bezüglich des Geldvermögens nicht tragen zu müssen und in Verbindung mit renditeorientierteren Strategien einen potenziell schnelleren sozialen Aufstieg zu erlangen. Sein risikoaverses Gegenüber wird jedoch nur bereit sein, sich auf die Kooperation einzulassen, wenn er den ihm angebotenen Chancen, bzw. dem Chancenanbieter vertraut. Eine Möglichkeit wäre beispielsweise der Nachweis von Kompetenzen durch Bildungstitel, sofern der Geldgeber diese als legitim ansieht; andernfalls wären diese Titel wertlos, und würden so auch nicht als kulturelles Kapital anerkannt werden (zur Versinnbildlichung sei z.B. auf die Arbeitsmarktchancenverschlechterung für Hauptschulabsolventen hingewiesen (vgl. Scherr et. al., 2015)).

Auch wenn sie sich gegenseitig bis zu einem gewissen Grad bedingen, verläuft zwischen den beiden hier behandelten Kapitalsorten und den ihnen typischen Risikoeinstellungen ein deutlicher Widerspruch.

Der zweite Gegensatz im Feld ist dagegen sehr offensichtlich: das Kapitalvolumen. Wie im vorhergehenden Kapitel gezeigt, gehen sowohl mit mehr ökonomischen, als auch mit mehr kulturellem Kapital nicht nur allgemein größere Handlungsräume, sondern auch rationalere Entscheidungen einher. Während mit ansteigender Menge an kulturellem Kapital mehr und bessere Chancen erkannt werden können, korreliert eine steigende Menge an ökonomischen Kapital positiv mit der Fähigkeit Chancennutzung.

5.2 Feldposition und Habitus der Akteure

Ausgehend von der Feldstruktur kann nun auch die Position der Akteure festgestellt werden, in deren Entscheidungen sich die objektiven Strukturen, vermittelt über den Habitus, widerspiegeln (vgl. Florian, Hillebrandt, 2006: S. 136 f.).

Der untersuchte Kleinanleger verfügt, wenngleich über kein hohes, so doch über ein regelmäßiges Einkommen, welches er jedoch, wegen seines geringen Finanzfachwissens, nicht gemäß seinem Ziel der Absicherung anlegt. Während die sicherheitsorientierte Anlageabsicht mit den dominanten Eigenschaften ökonomischen Kapitals erklären lässt, wirft doch der mitunter exzessiv praktizierte Home Bias Fragen auf.

Ein Ansatz einer Erklärung könnte in die Studie von Stephens et. al. (2007) liefern, die untersucht, inwieweit Klassenzugehörigkeit Entscheidungen beeinflusst. Es wird argumentiert, dass sich, abhängig von den materiellen Lebensbedingungen, unterschiedliche Maxime ausbilden, wie sich eine "gute Person" zu verhalten habe, und dadurch auch spezifische Skripte für das Entscheidungsverhalten. In unteren Klassen, wie die der

Kleinanleger, bekomme man angesichts knapper Ressourcen eher beigebracht, übereinzustimmen, während in höhere Klassen die Entwicklung und Verfolgung eigener Interessen im Vordergrund steht (vgl. Stephens u. a., 2007: S. 814 f.).

Das stimmt mit den Beobachtungen überein, dass sich die Kleinanleger in ihrer Entscheidung stark an ihrem Umfeld orientieren. Weiter, oder zusätzlich, könnte die ausgeprägte Präferenz von Kleinanlegern für Anlagen in ihren eigenen Arbeitgeber Ausdruck einer Hysterese sein. "Job security in exchange for loyalty and hard work" (vgl. Herriot, Stickland, 1996: S. 466) lautete die ungeschriebene Vereinbarung zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber im traditionellen Arbeitsvertrag, welche über Generationen eingepägt wurde. Auch wenn diese Beziehung im Wandel ist (vgl. Böttcher, 2011), hat es doch nachhaltige Wirkung auf den Arbeitnehmerhabitus hinterlassen, was sich in einer ausgeprägten Loyalität auch in anderen Entscheidungssituationen, wie der Anlagewahl im Rahmen der privaten Altersvorsorge ausdrückt. Verstärkt wurde der Effekt vielerorts durch einen Abbau des Sozialstaates, was die Notwendigkeit privater Vorsorge erhöhte (vgl. Rust, Phelan, 1997) und mehr Arbeitnehmer auf den Kapitalmarkt trieb.

Der Gambler zeigte zwar in der Untersuchung ebenfalls kein herausragendes kulturelles Kapital, besonders aufgefallen ist er aber durch seine besondere Affinität zum Risiko, die ihren Ursprung vor allem in der besonderen Schwere seiner finanziellen Not, bzw. anders ausgedrückt in seinem eklatanten Mangel an ökonomischen Kapital hat. Folglich kann er zum Ziel der sozialen Besserstellung kaum finanzielle Mittel aufbieten, d.h., er kann nicht in ausreichender Menge diversifizieren, während andererseits sicherere Anlagen einen zu geringen Ertrag erwarten lassen. Die risikofreudige Wahl der Anlagen erfolgt also nahezu zwangsläufig, in Ermangelung von alternativen Realisationsmöglichkeiten. Der Overconfidence Bias ist dann möglicherweise Ausdruck einer Art Zwangsoptimismus um nicht den Glauben an gesellschaftlichen Aufstieg zu verlieren.

Auch, dass Gambling häufig auf die Erziehung oder Prägung durch Peers zurückgeführt werden kann, zeigt, dass ihm dieses Denken natürlich sein könnte, was wiederum Ausdruck einer bereits frühen Prägung mit niedrigem Kapitalvolumen ist, da der Hang zu solchem Verhalten in unteren sozio-ökonomischen Schichten stärker ausgebildet ist (vgl. Browne, Brown, 1994; vgl. Felsher u. a., 2003). Die offengelegte Verbindung zu realweltlichen Lotteriespielern könnte ein Hinweis auf eine Hysterese sein, indem, befördert durch die zunehmend leichter verfügbaren und schnelleren Online-Zugänge zu Finanzmärkten (vgl. Grzebeta, 2007: S. 142), Gambler zunehmend ihr Verhalten auf die Finanzmärkte verlagern

bzw. sie als Erweiterung ihrer Spekulationsmöglichkeiten oder ggf. auch nur als Zeitvertreib betrachten (vgl. Dandurand und Ralenkotter, 1985). Es könnte zusammengefasst einfach fern seines Denkens liegen, den Finanzmarkt als etwas anderes als eine einzige Lotterie zu betrachten.

Der Money Manager dagegen verfügt über das höchste kulturelle Kapital aller Anleger. D.h., er ist, dank spezifischer und hochqualitativer Ausbildung geübt in der Interpretation von Informationen, die gängigen Bewertungs- und Handlungskonventionen sind ihm bekannt und natürlich, er kann auf spezifische Ressourcen wie Computer etc., aber auch, als Manager bei großen Finanzinstituten, auf eine gewisse Menge ökonomischen Kapitals zurückgreifen und hat anerkannte Bildungstitel erworben. Häufig sind ihm auch die angewandten Strategien heimisch und natürlich, wie Godechot (2016) zeigt. Für welche Technik sich professionelle Wertpapierhändler entscheiden (finanzmathematische, chartistische, fundamentale Analyse oder das Vertrauen aufs Gefühl) wird nämlich ebenfalls stark durch die Ausbildung, aber auch durch die familiäre Vorprägung beeinflusst. So wählen exemplarisch die Kinder von Ingenieuren häufiger technische Analysen und stehen chartistischen Methoden eher ablehnend gegenüber (vgl. Godechot, 2016: S. 424 f. sowie die Korrespondenzanalyse auf S. 427). Kurzum bewegt sich der Money Manager in Strukturen die ihm natürlich erscheinen. Sein Habitus ist selbst Produkt dieser Strukturen und produziert daher auch mit hoher Wahrscheinlichkeit angepasste, d.h. rationale Verhaltensweisen.

Für den Unternehmensmanager gilt schlussendlich beinahe das gleiche. Zwar verfügt er nicht über die spezifische Ausbildung des Money Managers, aber dennoch über einen ausreichend ökonomisch ausgebildeten Habitus, weswegen ihm die Konventionen zumindest nicht fremd sind. Er zeigte in der Untersuchung risikoaverses Verhalten. Das kann, rückführend auf die Arbeit von Berle und Means (1982) als Ausdruck eines starken Managements gedeutet werden, das als Träger eigener Interessen wahrgenommen werden kann. Anteilseigner und Management tragen unterschiedliche Risiken und verfolgen daher auch verschiedene Ziele. Erstere sind an der Gewinnwirkung des Unternehmens interessiert, das damit einhergehende größere Risiko können sie durch unternehmensexterne Portfoliostreuung eliminieren. Der Unternehmensmanager dagegen ist direkt an das Unternehmen gebunden. Ein betriebsgefährdendes, risikofreudiges Verhalten würde auch ihn um seine Stellung und um sein ökonomisches Kapital bringen. Er agiert daher risikoavers (vgl. Amihud, Lev, 1981:

S. 605 ff.; für ein empirisches Beispiel vgl. Bühner, 1984). Auch der Habitus des Unternehmensmanagers produziert also weitestgehend rationale Verhaltensweisen.

Es ist, angesichts der vorgenommenen Untersuchungen, nur wenig überraschend, dass das geringste Kapitalvolumen die naive Verhaltensklasse betrifft, während das höchste Kapitalvolumen die smarten Akteure kennzeichnet. Darüber hinaus konnte aber auch gezeigt werden, dass risikofreudige Verhaltensweisen vor allem von einem verhältnismäßig höheren Maß an kulturellem Kapital zeugen, wogegen sicherheitsorientierte Verhaltensweisen den Trägern zugeordnet werden konnte, welche stärker ökonomisches Kapital aufweisen. Rückbesinnend auf die Übersicht über die Akteure und Verhaltensklassen, kann die Tabelle daher nun entsprechend der strukturellen Bedingungen angepasst werden:

Kapitalvolumen	Ökonomisches Kapital +	Kulturelles Kapital +
Gering	Kleinanleger	Gambler
Hoch	Unternehmensmanager	Money Manager

Tabelle 2: Übersicht Feldklassen und Kapitalverteilung nach Akteuren
Quelle: eigene Darstellung

5.3 Darstellung des Feldes des Finanzkapitals

Durch die erfolgte Suche nach den objektiven Feldstrukturen und der (grob zugeordneten) Kapitalausstattung der Marktteilnehmer lässt sich ein schematisches Modell des Feldes des Finanzkapitals erstellen.

Zu erkennen sind zunächst die horizontal verlaufende Feldeinteilung in eine relativ stärker mit kulturellem und eine relativ stärker mit ökonomischen Kapital ausgestattete Hälfte. Wie die Untersuchung zeigte, geht mit einem relativen Übermaß von kulturellem ggü. ökonomischen Kapital eine größere Wahrscheinlichkeit zu risikofreudigem Verhalten einher, während eine spiegelbildliche Kapitalausstattung tendenziell risikoaverses Verhalten hervorruft.

Das Kapitalvolumen ist vertikal ausgerichtet und reicht, entsprechend der Tabelle von gering bis hoch. Das beschreibt auf der Seite des kulturellen Kapitals die Fähigkeit zur Chancensichtung und gegenüberliegend die Möglichkeiten einer Chancennutzung.

Die gestrichelten Linien beschreiben dann auch folgerichtig den rationalen Handlungsraum, d.h. den Bereich in dem ein Akteur prinzipiell überhaupt in der Lage ist, eine rationale Entscheidung zu treffen. Außerhalb dieser Markierung kann kein Rational-Choice-gemäßes Verhalten erwartet werden, da auf die eine oder andere Weise die Handlungsmöglichkeiten,

ausgedrückt durch die Kapitalausstattung und den sozialisierten Habitus, nicht konform mit den Anforderungen des spezifischen Feldes sind, wie am Beispiel des Gamblers und des Kleinanlegers ausgeführt wurde.

Sie stehen im Gegensatz zu den untersuchten Verhaltensweisen der beiden Managertypen, deren Habitus selbst Produkt der hier wirkenden Strukturen ist. Diese können sich daher auf ihre Dispositionen verlassen, die ihr Handeln anleiten.

Die konkreten Akteurspositionen sind zwar exemplarisch und in erster Linie zur Verdeutlichung gewählt, entsprechen aber in ihrer graphischen Aussage den hier untersuchten Charakteren.

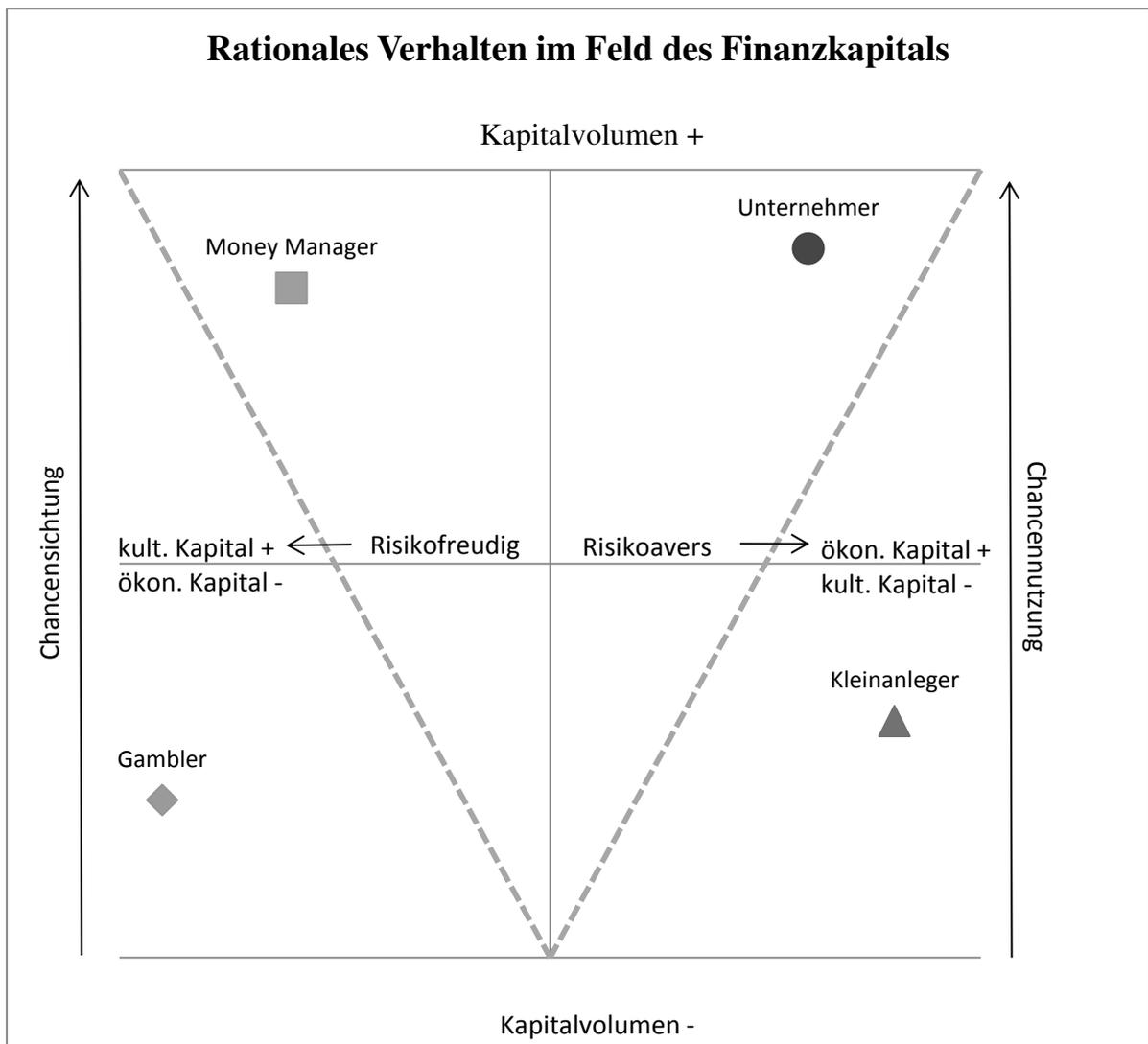


Abbildung 2: Rationales Verhalten im Feld des Finanzkapitals

Quelle: eigene Darstellung

5.4 Interpretation der Prospect Theory hinsichtlich des Feldes

Rückführend auf die Untersuchung mit der Prospect Theory sind im Feld auch die Verhaltensklassen präsent, denn die strukturelle Beschränkung der Marktteilnehmer drückt sich praktisch in ihrer Entscheidung aus, die wie eine kognitive Beschränkung wirkt, ggf. sogar wirklich eine ist, z.B. wenn die kognitiven Fähigkeiten aufgrund sozialer Benachteiligung nicht zur Entfaltung gebracht werden konnten. Die Qualitätsunterschiede der Verhaltensklassen untereinander äußern sich im Feld, analog zu der Differenz der Wertfunktionen in der Prospect Theory, in der Differenz der Positionen der Akteure. Je unterschiedlicher das beobachtbare Verhalten desto ungleicher ist auch die Kapitalverteilung im Feld. Sind dagegen sehr ähnliche Verhaltensweisen zu beobachten, verfügen die Akteure auch über ähnliche Kapitalausstattungen.

Die Anforderungen die mit der rationalen Handlungsprämisse an die Akteure herangetragen werden, können jedoch sehr unterschiedlich ausfallen, denn die "Infrastrukturen des Feldes" sind nicht unveränderlich. Beispielhaft kann dies an der zunehmenden Technisierung des Wertpapierhandels gezeigt werden. Die Einführung des Tickers machte Informationen über Preise erstmals ohne großen Zeitverzug an verschiedenen Orten gleichzeitig verfügbar (vgl. Stäheli, 2004). Durch die Einführung von Handelscomputern und elektronischen Anzeigen wird dagegen die Orderplatzierung in immer kürzerer Zeit möglich (vgl. Grzebeta, 2007: S. 140). Auch die Preiskonstruktion erfolgt in immer kürzeren Intervallen (vgl. Diaz-Bone, 2015: S. 294). Die Mögliche Folge einer solchen Entwicklung zeigt sich am Beispiel des "Flash Crash" im Jahr 2010. Innerhalb von 13 Minuten wurden Kontrakte im Wert von fast 1,9 Milliarden Dollar verkauft wurden, was zu einem zeitweiligen Index-Sturz von 9 % führte. Dieser Crash wird besonders auf das (beschränkungsfreie) Handeln von High-Frequency-Tradern zurückgeführt (vgl. Kirilenko u. a., 2016).

Diese Entwicklungen gehen vor allem mit einem Anstieg der vorhandenen Informationen einher, wodurch auch die Anforderungen an rationales Verhalten höher gesetzt werden. Daraus ergibt sich wiederum eine Wertänderung der Kapitalsorten (spezifisches kulturelles Kapital wird wertiger) was sich in einer stärkeren Differenzierung der Akteure im Feld äußert. Eine theoriegemäß rationale Entscheidung kann daher nur von solchen Akteuren getroffen werden, welche sich am rechten Platz in der Feldhierarchie befinden, um sich von ihren Dispositionen leiten lassen zu können (in Anlehnung an Bourdieu, 2001: S. 209).

Aus dieser Sicht heraus kann auch ein anderer Blick auf Techniken wie das "Nudging" (vgl. Thaler, Sunstein, 2008) geworfen werden, denn nicht die kognitiven, sondern zuerst die

sozialen Strukturen bergen dann die Ursachen irrationaler Verhaltensweisen. Die Ausnutzung dieser Form von Beschränkung, wenn auch mit guter Absicht, muss kritisch betrachtet werden, da sie sich vor allem auf ohnehin schon benachteiligte richtet. Eine Angleichung der Wertfunktionen in der Prospect Theory würde auch durch eine Regulierung der Feldregeln erreicht werden können, welche die Anforderungen für rationales Verhalten heruntersetzen. Praktische Beispiele wären z.B. eine Mindesthaltedauer für Aktien oder eine Finanztransaktionssteuer, welche für jeden Handel erhoben wird.

6. Zusammenfassung und Bewertung

In diesem letzten Kapitel soll einerseits natürlich die Forschungsfrage beantwortet werden. Der zweite Abschnitt beschäftigt sich noch einmal kritisch mit der dieser Arbeit zu Grunde liegenden Überlegung, durch die Verbindung von Prospect Theory und Feldtheorie zu einem erweiterten Verständnis wirtschaftlichen Verhaltens von Menschen zu gelangen.

6.1 Faktoren und Bedingungen rationaler Verhaltensweisen an Finanzmärkten

Diese Arbeit hatte sich zur Aufgabe gesetzt, die Frage nach den entscheidenden Faktoren und Bedingungen rationalen Verhaltens an Finanzmärkten durch die Verbindung zweier Theoriestränge, der Behavioral Finance einerseits und der Habitus- und Feldtheorie Bourdieus andererseits zu beantworten.

Als ermöglichende Faktoren rationaler Verhaltensweisen konnten im weitesten Sinne vor allem kulturelles und ökonomisches Kapital ausgemacht werden. Ersteres findet partiell zwar auch in der Behavioral Finance umfangreiche Berücksichtigung, aber erst die Betrachtung des Finanzmarktes als einer, auf eigenen Konventionen basierenden, performativen Sphäre ist in der Lage, den signifikant positiven Effekt einer spezifischen Ausbildung in seinem ganzen Ausmaß erfassen. In dem ökonomischen Kapital als Faktor rationalen Verhaltens kommt eine Grundüberzeugung der Feldtheorie zum Ausdruck, nach der das Verhalten von Akteuren weniger bewusst, als vielmehr von Dispositionen geleitet wird, wogegen in den Wirtschaftswissenschaften der Einfluss unterschiedlicher Mengen ökonomischen Vermögens auf die Rationalität des Handelns eher selten thematisiert wird, da überwiegend von einer kognitiven Anpassung der Handlungsabsichten an die Handlungsmöglichkeiten ausgegangen wird.

Diese Faktoren entscheiden über die Handlungsmöglichkeiten eines Individuums und zeigen sich in seinem Habitus. In Abhängigkeit zum Feld liegt hier der Schlüssel rationalen

Verhaltens. Ist der Habitus selbst Produkt der objektiven Strukturen, produziert er auch passende Verhaltensweisen, die man als rational bezeichnet. Irrationales Handeln findet dagegen in Situationen statt, in denen Individuen sich in einer ihnen fremden Umwelt zurecht finden müssen und alte, in anderen Umgebungen erfolgreiche Problemlösungen nicht mehr funktionieren.

Zu ignorieren, dass die Zugänge zu rationalem Verhalten vielen Individuen verschlossen sind, bedeutet, das Handeln der Privilegierten zur allgemeingültigen Norm ökonomischen Verhaltens zu erheben. Der Strukturumbau, der in diesem Namen voran getrieben wird, benachteiligt die "falsch" handelnden und denkenden Individuen nur noch mehr. Akteure zum "richtigen" Handeln und Denken zu "schubsen" verspricht zwar oberflächlich eine schnelle Lösung, kann aber bestenfalls nur eine kurze Atempause verschaffen, bis der Kampf um die sozialen Positionen erneut zur Frage der Deutungs- und Gestaltungshoheit über die Strukturen wird.

6.2 Probleme und Potenziale dieser interdisziplinären Analyse

In Summe zeichnet sich ab, dass dieser interdisziplinäre Ansatz es wert ist, weiter verfolgt zu werden, wenngleich jedoch die Frage nach dem Ursprung irrationalen Verhaltens möglicherweise mehr Potenzial aufweist, als die Frage nach den Bedingungen rationaler Verhaltensweisen, wie ebenfalls in dieser Arbeit anhand des Kleinanlegers und des Gamblers vorgeführt werden konnte. Grund hierfür ist vor allem die in Breite und Tiefe umfangreichere Forschungsliteratur, welche sich mit Verhaltensabweichungen mehr zu befassen scheint als mit Verhaltensübereinstimmungen. Nach ersten Eindrücken scheint dies auch in anderen Disziplinen, wie der Sozialpsychologie und der Soziologie, der Fall zu sein, weshalb sich, auf Grund besserer Anschlussmöglichkeiten, die Ausrichtung an nicht-rational-choice-Beobachtungen disziplinenübergreifend stärker empfiehlt.

Doch auch davon ab sind viele Fragen offen geblieben bzw. aufgeworfen worden. Auf Grund der, im psychologischen naturell verhafteten, Kleinteiligkeit vieler experimenteller Studien mussten allein schon in dieser Arbeit bereits eine große Anzahl von Untersuchungen vereint werden um Verhaltensmuster aufzeigen zu können. Die Ergebnisse des Forschungsbereiches der Behavioral Finance könnten daher willkürlich zusammengefasst werden, was eine unkorrekte Akteurs- und Feldanalyse zur Folge hätte. Des weiteren wurde hier versucht ein Set von möglichst extremen Verhaltensweisen aufzuzeigen, um das Feld in seiner Dimension erfassen zu können. Nicht beachtet wurde, welche Relevanz die einzelnen Akteure für das Feld haben, ob es sich bei diesen Marktteilnehmern möglicherweise nur um

Kurzzeitphänomene handelt (aus der verwendeten Literatur ging dies jedoch nicht hervor). Weiterhin ist auch offen, ob, und wenn ja, wie stark und wie schnell Handelserfahrungen den Habitus weiterprägen. Möglicherweise ist der Hysterese-Effekt nur eine Frage der Zeit und es erfolgt eine allmähliche Anpassung an die Erfordernisse des Feldes. Diese Arbeit stellte besonders die einzelnen Akteure in den Vordergrund, aber es wäre auch interessant sie auf ihre Eingebundenheit in Organisationen zu hinterfragen. Ansätze finden sich bereits bei Bourdieu, der von Unternehmen als sozialen Feldern spricht (vgl. Bourdieu u. a., 2006: S. 209 ff.). Auch konnte, angesichts der Weite des Themas und dem Umfang dieser Arbeit, die Konflikte der Akteure untereinander nur angedeutet werden. In Bourdieus Arbeiten bilden sie ein zentraleres Element, wenn er ein Feld mitunter als "Kampffeld" (vgl. Bourdieu u. a., 2006: S. 201) bezeichnet. Dieser Punkt könnte sogar ganz besonders geeignet für eine anschließende Untersuchung sein, geht doch auch die Behavioral Finance von Konflikten aus, wenn sie erklärt, dass sich irrationales Verhalten von anderen Marktteilnehmern ausnutzen lässt (vgl. Berk, DeMarzo, 2011: S. 467). Des weiteren erscheint in einem solchen Kontext die Frage nach der generellen Möglichkeit von Koordination in Märkten vielleicht sogar als ein größeres Problem als der klassische Ausgangspunkt der Nutzenoptimierung unter Nebenbedingungen. Darüber hinaus lässt sich, wie auch bereits in dieser Arbeit, eine schemenhafte Möglichkeit erahnen, wie der den Mikro-Makro-Gegensatz zu überwinden sein könnte.

Es zeigt sich, dass noch sehr viel Forschungsarbeit von Nöten ist, um aus der vorliegenden Überlegung fundiertere Erklärungen menschlichen Entscheidungsverhalten zu entwickeln, das Potenzial dazu konnte aber bereits angedeutet werden.

Literaturverzeichnis

- Abreu, Margarida; Mendes, Victor (2010): „Financial literacy and portfolio diversification“. In: *Quantitative Finance*. 10 (5), S. 515–528, DOI: 10.1080/14697680902878105.
- Agnew, Julie; Balduzzi, Pierluigi; Sunden, Annika (2003): „Portfolio choice and trading in a large 401 (k) plan“. In: *American Economic Review*., S. 193–215.
- Agnew, Julie R. (2006): „Do Behavioral Biases Vary across Individuals? Evidence from Individual Level 401(k) Data“. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 41 (4), S. 939–962, DOI: 10.1017/S0022109000002702.
- Aldridge, Irene (2013): *High-frequency trading: a practical guide to algorithmic strategies and trading systems*. 2. Aufl. Hoboken, NJ: Wiley (Wiley trading series). — ISBN: 978-1-118-34350-0
- Allais, Maurice (1953): „Le comportement de l’homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l’école américaine“. In: *Econometrica: Journal of the Econometric Society*., S. 503–546.
- Amihud, Yakov; Lev, Baruch (1981): „Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers“. In: *The Bell Journal of Economics*. 12 (2), S. 605–617, DOI: 10.2307/3003575.
- Arni, Jean-Louis (1989): *Die Kontroverse um die Realitätsnähe der Annahmen in der Ökonomie*. Grösch: Rüegger. — ISBN: 978-3-7253-0364-9
- Arshanapalli, Bala G.; Nelson, William B. (2010): „Yes Virginia, Diversification Is Still a Free Lunch“. In: *The Journal of Wealth Management*. 13 (2), S. 34–40,6.
- Barber, Brad M.; Odean, Terrance (2008): „All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors“. In: *Review of Financial Studies*. 21 (2), S. 785–818.
- Barber, Brad M.; Odean, Terrance (2000): „Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors“. In: *The Journal of Finance*. 55 (2), S. 773–806, DOI: 10.1111/0022-1082.00226.
- Beck, Hanno (2014): *Behavioral economics: eine Einführung*. Wiesbaden: Springer Gabler (Lehrbuch). — ISBN: 978-3-658-03366-8
- Beckert, Jens (2012): „Die sittliche Einbettung der Wirtschaft. Von der Effizienz- und Differenzierungstheorie zu einer Theorie wirtschaftlicher Felder“. In: *Berliner Journal für Soziologie*. 22 (2), S. 247–266.
- Benartzi, Shlomo (2001): „Excessive extrapolation and the allocation of 401 (k) accounts to company stock“. In: *The Journal of Finance*. 56 (5), S. 1747–1764.
- Benartzi, Shlomo; Thaler, Richard H. (2001): „Naive diversification strategies in defined contribution saving plans“. In: *American economic review*., S. 79–98.

- Berk, Jonathan B.; DeMarzo, Peter M. (2011): *Analyse, Entscheidung und Umsetzung*. 2. Aufl. München [u.a.]: Pearson (Wi - Wirtschaft Always learning). — ISBN: 978-3-86894-075-6
- Berle, Adolf Augustus; Means, Gardiner C. (1982): *The modern corporation and private property*. Reprint [der Ausg. New York, Februar] 1939. [S.l.]: Hein. — ISBN: 978-0-89941-183-5
- Black, Fischer; Scholes, Myron (1973): „The Pricing of Options and Corporate Liabilities“. In: *Journal of Political Economy*. 81 (3), S. 637–654.
- Blonski, Philip (2015): *Das Nachfrageverhalten privater Anleger nach strukturierten Finanzprodukten*. Berlin: BWV, Berliner Wiss.-Verl. (Neue betriebswirtschaftliche Studienbücher. - Berlin : BWV, Berliner Wiss.-Verl, 1989-). — ISBN: 978-3-8305-3461-7
- Böttcher, Katrin (2011): „Erosion des Normalarbeitsverhältnisses“. In: *The erosion of the standard employment relationship: Employability as a new agreement*. 34 (1), S. 32–43.
- Bourdieu, Pierre; Schwibs, Bernd (Hrsg.) (2007): *Die feinen Unterschiede: Kritik der gesellschaftlichen Urteilskraft*. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft : Stw. - Berlin : Suhrkamp, 1968-). — ISBN: 978-3-518-28258-8
- Bourdieu, Pierre; Bolder, Jürgen (Hrsg.) (2012): *Die männliche Herrschaft*. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft : Stw. - Berlin : Suhrkamp, 1968-). — ISBN: 978-3-518-29631-8
- Bourdieu, Pierre; Russer, Achim (Hrsg.) (2001): *Meditationen: zur Kritik der scholastischen Vernunft*. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp. — ISBN: 978-3-518-58307-4
- Bourdieu, Pierre (1983): „Ökonomisches Kapital, kulturelles Kapital, soziales Kapital“. In: *Soziale Ungleichheiten*. Göttingen: Schwartz ([Soziale Welt / Sonderband] Soziale Welt : SozW. - Baden-Baden : Nomos, 1982-). — ISBN: 978-3-509-01341-2
- Bourdieu, Pierre (1985): *Sozialer Raum und „Klassen“ : Leçon sur la leçon ; 2 Vorlesungen*. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft : Stw. - Berlin : Suhrkamp, 1968-). — ISBN: 978-3-518-28100-0
- Bourdieu, Pierre; Seib, Günter (Hrsg.) (1987): *Sozialer Sinn: Kritik der theoretischen Vernunft*. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Bourdieu, Pierre; Steinrück, Margareta; Bourdieu, Pierre (2006): *Der Einzige und sein Eigenheim*. Erw. Neuausg., unveränd. Nachdr. Hamburg: VSA-Verl (Schriften zu Politik & Kultur). — ISBN: 978-3-87975-862-3
- Brennan, Michael J.; Thakor, Anjan V. (1990): „Shareholder Preferences and Dividend Policy“. In: *The Journal of Finance*. 45 (4), S. 993–1018, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1990.tb02424.x.

- Brenner, Gabrielle A. (1986): „Why do people gamble? Further Canadian evidence“. In: *Journal of gambling behavior*. 2 (2), S. 121–129, DOI: 10.1007/BF01019630.
- Brown, Keith C.; Harlow, W. V.; Starks, Laura T. (1996): „Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry“. In: *The Journal of Finance*. 51 (1), S. 85–110, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1996.tb05203.x.
- Browne, Beverly A.; Brown, Daniel J. (1994): „Predictors of Lottery Gambling Among American College Students“. In: *The Journal of Social Psychology*. 134 (3), S. 339–347, DOI: 10.1080/00224545.1994.9711738.
- Bühner, Rolf (1984): „Rendite-Risiko-Effekte der Trennung von Eigentum und Leitung im diversifizierten Großunternehmen“. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*. 36, S. 812–824.
- Callon, Michel (Hrsg.) (1998): *The laws of the markets*. Oxford [u.a.]: Blackwell (Sociological review : Monographs). — ISBN: 978-0-631-20608-8
- Camerer, Colin (Hrsg.) (2004): *Advances in behavioral economics*. Princeton, NJ [u.a.]: Princeton Univ. Press (The roundtable series in behavioral economics). — ISBN: 978-0-691-11682-2
- Campbell, John Y.; Lettau, Martin; Malkiel, Burton G.; u. a. (2001): „Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk“. In: *The Journal of Finance*. 56 (1), S. 1–43.
- Chaboud, Alain P.; Chiquoine, Benjamin; Hjalmarsson, Erik; u. a. (2014): „Rise of the Machines: Algorithmic Trading in the Foreign Exchange Market“. In: *The Journal of Finance*. 69 (5), S. 2045–2084, DOI: 10.1111/jofi.12186.
- Chevalier, Judith A.; Ellison, Glenn D. (1995): *Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives*. (Working Paper Nr. 5234) National Bureau of Economic Research.
- Coase, Ronald H. (1960): „The problem of social cost“. In: *Classic Papers in Natural Resource Economics*. Springer, S. 87–137.
- Coval, Joshua D.; Moskowitz, Tobias J. (1999): „Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios“. In: *The Journal of Finance*. 54 (6), S. 2045–2073.
- Covrig, Vicentiu; Lau, Sie Ting; Ng, Lilian (2006): „Do Domestic and Foreign Fund Managers Have Similar Preferences for Stock Characteristics? A Cross-Country Analysis“. In: *Journal of International Business Studies*. 37 (3), S. 407–429.
- Dandurand, Lawrence; Ralenkotter, Rossi (1985): „An Investigation of Entertainment Proneness and Its Relationship to Gambling Behavior: The Las Vegas Experience“. In: *Journal of Travel Research*. 23 (3), S. 12–16, DOI: 10.1177/004728758502300303.
- Davis, Michael; Kumiega, Andrew; Vliet, Ben Van (2012): „Ethics, Finance, and Automation: A Preliminary Survey of Problems in High Frequency Trading“. In: *Science and Engineering Ethics*. 19 (3), S. 851–874, DOI: 10.1007/s11948-012-9412-5.

- De Blasi, Miriam (2015): *Sozialkapital und Open-Source-Netzwerke: Determinanten und Erfolgswirkungen*. Frankfurt/Main [u.a.]: PL Acad. Research (Strukturwandel und Strukturpolitik. - Frankfurt, M : PL Academic Research, 2000-). — ISBN: 978-3-631-65750-8
- Dhar, Ravi; Zhu, Ning (2006): „Up close and personal: Investor sophistication and the disposition effect“. In: *Management Science*. 52 (5), S. 726–740.
- Diaz-Bone, Rainer (2015): *Die „Economie des conventions“: Grundlagen und Entwicklungen der neuen französischen Wirtschaftssoziologie*. Wiesbaden: Springer VS. — ISBN: 978-3-531-93409-9
- Diaz-Bone, Rainer (2007): „Habitusformierung und Theorieeffekte : zur sozialen Konstruktion von Märkten“. In: *Märkte als soziale Strukturen.*, S. 253–266.
- Duflo, Esther; Saez, Emmanuel (2002): „Participation and investment decisions in a retirement plan: the influence of colleagues’ choices“. In: *Journal of Public Economics*. 85 (1), S. 121–148, DOI: 10.1016/S0047-2727(01)00098-6.
- Duru, Augustine; Reeb, David M. (2002): „International Diversification and Analysts’ Forecast Accuracy and Bias“. In: *The Accounting Review*. 77 (2), S. 415–433, DOI: 10.2308/accr.2002.77.2.415.
- Duval, Julien (2005): „Economic journalism in France“. In: *Bourdieu and the journalistic field.*, S. 135–155.
- Dyckerhoff, Rainer (1994): *Choquet-Erwartungsnutzen und antizipierter Nutzen: ein Beitrag zur Entscheidungstheorie bei einem und mehreren Attributen*. o.V.
- Ellsberg, Daniel (1961): „Risk, ambiguity, and the Savage axioms“. In: *The quarterly journal of economics.*, S. 643–669.
- Elton, Edwin J.; Gruber, Martin J. (1977): „Risk reduction and portfolio size: An analytical solution“. In: *The Journal of Business*. 50 (4), S. 415–437.
- Evans, John L.; Archer, Stephen H. (1968): „Diversification and the reduction of dispersion: an empirical analysis“. In: *The Journal of Finance*. 23 (5), S. 761–767.
- Fama, Eugene F. (1991): „Efficient capital markets: II“. In: *The journal of finance*. 46 (5), S. 1575–1617.
- Felsher, Jennifer R.; Derevensky, Jeffrey L.; Gupta, Rina (2003): „Parental influences and social modelling of youth lottery participation“. In: *Journal of Community & Applied Social Psychology*. 13 (5), S. 361–377, DOI: 10.1002/casp.738.
- Florian, Michael; Hillebrandt, Frank (2006): *Pierre Bourdieu: neue Perspektiven für die Soziologie der Wirtschaft*. 1. Aufl. Wiesbaden: VS, Verl. für Sozialwiss. — ISBN: 978-3-531-15052-9
- Foucault, Thierry; Hombert, Johan; Roşu, Ioanid (2016): „News Trading and Speed“. In: *The Journal of Finance*. 71 (1), S. 335–382, DOI: 10.1111/jofi.12302.

- Friedman, Milton (1953): „The methodology of positive economics“.
- Fuchs-Heinritz, Werner; König, Alexandra (2014): *Pierre Bourdieu: eine Einführung*. 3., überarb. Aufl. Konstanz [u.a.]: UVK-Verl.-Ges. (UTB. - [Wechselnde Verlagsorte und Verleger], 1971-). — ISBN: 978-3-8252-4233-6
- Garvey, Ryan; Wu, Fei (2010): „Speed, distance, and electronic trading: New evidence on why location matters“. In: *Journal of Financial Markets*. 13 (4), S. 367–396, DOI: 10.1016/j.finmar.2010.07.001.
- Glaser, Markus; Weber, Martin (2007): „Overconfidence and trading volume“. In: *THE GENEVA RISK AND INSURANCE REVIEW*. 32 (1), S. 1–36, DOI: 10.1007/s10713-007-0003-3.
- Godechot, Olivier (2016): „Back in the bazaar: taking Pierre Bourdieu to a trading room“. In: *Journal of Cultural Economy*. 9 (4), S. 410–429, DOI: 10.1080/17530350.2015.1116461.
- Goetzmann, William N.; Kumar, Alok (2008): „Equity Portfolio Diversification*“. In: *Review of Finance*. 12 (3), S. 433–463, DOI: 10.1093/rof/rfn005.
- Graham, John R.; Kumar, Alok (2006): „Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors“. In: *The Journal of Finance*. 61 (3), S. 1305–1336, DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00873.x.
- Grinblatt, Mark; Keloharju, Matti (2009): „Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity“. In: *The Journal of Finance*. 64 (2), S. 549–578, DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01443.x.
- Grinblatt, Mark; Keloharju, Matti (2000): „The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland’s unique data set“. In: *Journal of Financial Economics*. 55 (1), S. 43–67, DOI: 10.1016/S0304-405X(99)00044-6.
- Grzebeta, Sven (2007): „Temporalisierungen der Börse“. In: *Andreas Langenohl und Kerstin Schmidt-Beck (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg: Metropolis.*, S. 121–148.
- Handa, J. C. (1971): „A Theory of Risk Preference in Gambling“. In: *Journal of Political Economy*. 79 (5), S. 1073–1083.
- Harris, Larry (2003): *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*. Oxford [u.a.]: Oxford Univ. Press (Financial Management Association : Survey and synthesis series).
- Hasbrouck, Joel; Saar, Gideon (2013): „Low-latency trading“. In: *Journal of Financial Markets*. (High-Frequency Trading) 16 (4), S. 646–679, DOI: 10.1016/j.finmar.2013.05.003.
- Hastings, Justine S.; Mitchell, Olivia S.; Chyn, Eric T. (2010): *Fees, Framing, and Financial Literacy in the Choice of Pension Manager*. (SSRN Scholarly Paper Nr. ID 1678077) Rochester, NY: Social Science Research Network.

- Herring, Mary; Bledsoe, Timothy (1994): „A Model of Lottery Participation“. In: *Policy Studies Journal*. 22 (2), S. 245–257, DOI: 10.1111/j.1541-0072.1994.tb01466.x.
- Herriot, Peter; Stickland, Rob (1996): „Career management: The issue of the millennium“. In: *European Journal of Work and Organizational Psychology*. 5 (4), S. 465–470, DOI: 10.1080/13594329608414872.
- Herzog, Lisa; Honneth, Axel (Hrsg.) (2014): *Der Wert des Marktes: ein ökonomisch-philosophischer Diskurs vom 18. Jahrhundert bis zur Gegenwart*. 1. Aufl. Berlin: Suhrkamp (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft : Stw. - Berlin : Suhrkamp, 1968-). — ISBN: 978-3-518-29665-3
- Hiraki, Takato; Inoue, Hideaki; Ito, Akitoshi; u. a. (2001): *Home Bias in Japan*. Working Paper.
- Hou, Kewei; Xiong, Wei; Peng, Lin (2009): *A Tale of Two Anomalies: The Implications of Investor Attention for Price and Earnings Momentum*. (SSRN Scholarly Paper Nr. ID 976394) Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Huberman, Gur (2001): „Familiarity breeds investment“. In: *Review of Financial Studies*. 14 (3), S. 659–680.
- Huberman, Gur; Sengmueller, Paul (2004): „Performance and employer stock in 401 (k) plans“. In: *Review of Finance*. 8 (3), S. 403–443.
- Jain, Ravi (2007): „Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases“. In: *Journal of Economics and Business*. (Ownership structure and corporate decision-making) 59 (5), S. 406–429, DOI: 10.1016/j.jeconbus.2007.04.004.
- Janning, Frank (1991): *Pierre Bourdieus Theorie der Praxis: Analyse und Kritik der konzeptionellen Grundlegung einer praxeologischen Soziologie*. Opladen: Westdt. Verl. (Studien zur Sozialwissenschaft. - Opladen : Westdt. Verl, 1971). — ISBN: 978-3-531-12231-1
- Jones, Bryan D. (1999): „Bounded rationality“. In: *Annual review of political science*. 2 (1), S. 297–321.
- Kahneman, Daniel (2003a): „A perspective on judgment and choice: mapping bounded rationality“. In: *American psychologist*. 58 (9), S. 697.
- Kahneman, Daniel (2003b): „Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics“. In: *The American economic review*. 93 (5), S. 1449–1475.
- Kahneman, Daniel (1973): *Attention and effort*. Citeseer.
- Kahneman, Daniel (2011): *Thinking, fast and slow*. London [u.a.]: Lane. — ISBN: 978-1-84614-055-6
- Kahneman, Daniel; Knetsch, Jack L.; Thaler, Richard H. (1990): „Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem“. In: *Journal of Political Economy*. 98 (6), S. 1325–1348.

- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1979): „Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk“. In: *Econometrica*. 47 (2), S. 263–291, DOI: 10.2307/1914185.
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1982): „Variants of uncertainty“. In: *Cognition*. 11 (2), S. 143–157.
- Kallick-Kaufmann, Maureen (1976): *A Survey of American Gambling Attitudes and Behavior*. Survey Research Center, Institute for Social Research, University of Michigan. — ISBN: 978-0-87944-245-3
- Keller, Andrew J. (2012): „Robocops: Regulating High Frequency Trading after the Flash Crash of 2010“. In: *Ohio State Law Journal*. 73, S. 1457.
- Keren, Gideon (1997): „On the calibration of probability judgments: Some critical comments and alternative perspectives“. In: *Journal of Behavioral Decision Making*. 10 (3), S. 269–278.
- Keynes, J. M. (1937): „The General Theory of Employment“. In: *The Quarterly Journal of Economics*. 51 (2), S. 209–223, DOI: 10.2307/1882087.
- Keynes, John Maynard; Waeger, Fritz; Kromphardt, Jürgen (Hrsg.) (2006): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. 10., Aufl. Berlin: Duncker & Humblot. — ISBN: 978-3-428-12096-3
- Kirchgässner, Gebhard (1991): *Homo oeconomicus: das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*. Tübingen: Mohr (Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften : Studien in den Grenzbereichen der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften / Boettcher, Erik. - Tübingen : Mohr Siebeck, 1964-).
- Kirilenko, Andrei A.; Kyle, Albert S.; Samadi, Mehrdad; u. a. (2016): *The Flash Crash: High Frequency Trading in an Electronic Market*. (SSRN Scholarly Paper Nr. ID 1686004) Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Klug, Thorsten (2014): *Der Einfluss der Noise Trader in Finanzmärkten: eine experimentelle und agenten-basierte Betrachtung*. Dresden: TUDpress. — ISBN: 978-3-944331-89-8
- Kumar, Alok (2009): „Who Gambles in the Stock Market?“. In: *The Journal of Finance*. 64 (4), S. 1889–1933, DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01483.x.
- Laux, Helmut; Gillenkirch, Robert M.; Schenk-Mathes, Heike Yasmin (2012): *Entscheidungstheorie*. 8., und vollst. überarb. Aufl. Berlin [u.a.]: Springer Gabler (Springer-Lehrbuch). — ISBN: 978-3-642-23510-8
- Lee, Charles MC (1992): „Earnings news and small traders: An intraday analysis“. In: *Journal of Accounting and Economics*. 15 (2–3), S. 265–302.
- Lenger, Alexander (2013): „Ökonomie der Praxis, ökonomische Anthropologie und ökonomisches Feld: Bedeutung und Potenziale des Habituskonzepts in den Wirtschaftswissenschaften“. In: *Pierre Bourdieus Konzeption des Habitus*. Springer, S. 221–246.

- Lo, Andrew W.; Repin, Dmitry V.; Steenbarger, Brett N. (2005): *Fear and Greed in Financial Markets: A Clinical Study of Day-Traders*. (Working Paper Nr. 11243) National Bureau of Economic Research.
- Lusardi, Annamaria; Mitchell, Olivia (2007): „Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education“. In: *Business Economics*. 42 (1), S. 35–44, DOI: 10.2145/20070104.
- MacKenzie, Donald A. (2006): *An engine, not a camera: how financial models shape markets*. Cambridge, Mass. [u.a.]: MIT Press (Inside technology). — ISBN: 978-0-262-13460-6
- MacKenzie, Donald A.; Beunza, Daniel; Hardie, Iain (2007): „Die materiale Soziologie der Arbitrage“. In: *Märkte als soziale Strukturen.*, S. 135–150.
- Malkiel, Burton G.; Fama, Eugene F. (1970): „Efficient capital markets: A review of theory and empirical work“. In: *The Journal of Finance*. 25 (2), S. 383–417.
- Markowitz, Harry (1952): „Portfolio selection“. In: *The Journal of Finance*. 7 (1), S. 77–91.
- Miller, Merton H.; Modigliani, Franco (1961): „Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares“. In: *The Journal of Business*. 34 (4), S. 411–433.
- Mitchell, Olivia S.; Mottola, Gary R.; Utkus, Stephen P.; u. a. (2006): *The Inattentive Participant: Portfolio Trading Behavior in 401(K) Plans*. (SSRN Scholarly Paper Nr. ID 1094834) Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Müller, Hans-Peter (2014): *Pierre Bourdieu: eine systematische Einführung*. Orig.-Ausg., Erste Auflage. Berlin: Suhrkamp (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft : Stw. - Berlin : Suhrkamp, 1968-). — ISBN: 978-3-518-29710-0
- Muth, John F. (1961): „Rational expectations and the theory of price movements“. In: *Econometrica: Journal of the Econometric Society.*, S. 315–335.
- Odean, Terrance (1998): „Are investors reluctant to realize their losses?“. In: *The Journal of Finance*. 53 (5), S. 1775–1798.
- Oehler, Andreas (1991): „Anomalien“, „Irrationalitäten“ oder „Biases“ der Erwartungsnutzentheorie und ihre Relevanz in Finanz- und Kapitalmärkten. Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Fernuniversität.
- Palomino, Frédéric; Prat, Andrea (2003): „Risk Taking and Optimal Contracts for Money Managers“. In: *The RAND Journal of Economics*. 34 (1), S. 113–137, DOI: 10.2307/3087446.
- Pesaran, M. Hashem (1987): *The limits to rational expectations*. Blackwell Oxford.
- Polkovnichenko, Valery (2005): „Household portfolio diversification: A case for rank-dependent preferences“. In: *Review of Financial Studies*. 18 (4), S. 1467–1502.

- Reisch, Lucia A.; Oehler, Andreas (2009): „Behavioral Economics: eine neue Grundlage für die Verbraucherpolitik?“. In: *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*. 78 (3), S. 30–43.
- Richards, Tim (2014): *Investing psychology: the effects of behavioral finance on investment choice and bias*. Hoboken, NJ: Wiley (Wiley finance series). — ISBN: 978-1-118-72219-0
- Rogers, Paul (1998): „The Cognitive Psychology of Lottery Gambling: A Theoretical Review“. In: *Journal of Gambling Studies*. 14 (2), S. 111–134, DOI: 10.1023/A:1023042708217.
- Rubinstein, Mark (2002): „Markowitz’s “Portfolio Selection”: A Fifty-Year Retrospective“. In: *The Journal of Finance*. 57 (3), S. 1041–1045, DOI: 10.1111/1540-6261.00453.
- Russo, J. Edward; Schoemaker, Paul J. H. (1992): „Managing Overconfidence“. In: *Sloan Management Review*. 33 (2).
- Rust, John; Phelan, Christopher (1997): „How Social Security and Medicare Affect Retirement Behavior In a World of Incomplete Markets“. In: *Econometrica*. 65 (4), S. 781–831, DOI: 10.2307/2171940.
- Scherr, Albert; Janz, Caroline; Müller, Stefan (2015): „„Hauptschüler“ als eigenständige Diskriminierungskategorie“. In: *Diskriminierung in der beruflichen Bildung*. Springer Fachmedien Wiesbaden (Bildung und Gesellschaft), S. 161–182. — ISBN: 978-3-658-09778-3
- Schneider, Stefan; Gräf, Bernhard; Peter, Manuela; u. a. (2010): „Homo Oeconomicus oder doch eher Homer Simpson?“. In: *Deutsche Bank Research: Aktuelle Themen*. 480.
- Schwaiger, Manfred; Meyer, Anton (2011): *Theorien und Methoden der Betriebswirtschaft: Handbuch für Wissenschaftler und Studierende*. Vahlen. — ISBN: 978-3-8006-4437-7
- Schwingel, Markus (1993): *Analytik der Kämpfe: Macht und Herrschaft in der Soziologie Bourdieus*. 1. Aufl. Hamburg: Argument-Verl. ([Argument <Berlin> / Sonderband] Argument. - Hamburg : Argument-Verl, 1974-). — ISBN: 978-3-88619-215-1
- Schwingel, Markus (2000): *Pierre Bourdieu zur Einführung*. 3., Aufl. Hamburg: Junius (Zur Einführung. - Hamburg : Junius, 1989). — ISBN: 978-3-88506-321-6
- Seasholes, Mark S.; Wu, Guojun (2007): „Predictable behavior, profits, and attention“. In: *Journal of Empirical Finance*. 14 (5), S. 590–610.
- Shiv, Baba; Loewenstein, George; Bechara, Antoine; u. a. (2005): „Investment Behavior and the Negative Side of Emotion“. In: *Psychological Science*. 16 (6), S. 435–439, DOI: 10.1111/j.0956-7976.2005.01553.x.
- Simon, Herbert A. (1955): „A behavioral model of rational choice“. In: *The quarterly journal of economics*., S. 99–118.
- Simon, Herbert A. (1979): „Rational decision making in business organizations“. In: *The American economic review*., S. 493–513.

- Slovic, Paul (1966): „Risk-taking in children: Age and sex differences“. In: *Child Development.*, S. 169–176.
- Smith, Vernon L. (2010): *Rationality in economics: constructivist and ecological forms*. Reprinted. Cambridge [u.a.]: Cambridge Univ. Press.
- Stäheli, Urs (2004): „Der Takt der Börse. Inklusionseffekte von Verbreitungsmedien am Beispiel des Börsen-Tickers“. In: *Zeitschrift für Soziologie : ZfS*. 33 (Heft 3), S. 257–262.
- Statman, Meir (1987): „How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?“. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 22 (3), S. 353–363, DOI: 10.2307/2330969.
- Statman, Meir (2002a): *How Much Diversification is Enough?* (SSRN Scholarly Paper Nr. ID 365241) Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Statman, Meir (2002b): „Lottery Players/Stock Traders“. In: *Financial Analysts Journal*. 58 (1), S. 14–21, DOI: 10.2469/faj.v58.n1.2506.
- Stephens, Nicole M.; Markus, Hazel Rose; Townsend, Sarah SM (2007): „Choice as an act of meaning: the case of social class.“. In: *Journal of personality and social psychology*. 93 (5), S. 814.
- Strassl, Wolfgang (1989): *Rationale Erwartungen und Neue Klassische Makroökonomik: eine Einführung*. Frankfurt am Main [u.a.]: Lang ([Europäische Hochschulschriften / 5] Europäische Hochschulschriften. - Frankfurt, M : PL Acad. Research, 1968-). — ISBN: 978-3-631-41584-9
- Tetlock, Paul C. (2011): „All the news that’s fit to reprint: Do investors react to stale information?“. In: *Review of Financial Studies*. 24 (5), S. 1481–1512.
- Thaler, Richard H. (1999): „The end of behavioral finance“. In: *Financial Analysts Journal*. 55 (6), S. 12–17.
- Thaler, Richard H.; Sunstein, Cass R. (2008): *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven, Conn. [u.a.]: Yale Univ. Press. — ISBN: 978-0-300-12223-7
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1974): „Judgment under uncertainty: Heuristics and biases“. In: *science*. 185 (4157), S. 1124–1131.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1991): „Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model“. In: *The Quarterly Journal of Economics*. 106 (4), S. 1039–1061, DOI: 10.2307/2937956.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1981): „The framing of decisions and the psychology of choice“. In: *Science*. 211 (4481), S. 453–458.
- Vahsen, Prof em Dr Friedhelm (2011): „Paradigmenwechsel? Soziale Arbeit zwischen Agency, Capability und libertärem Paternalismus (Nudge) und empirischer Fundierung.“. In: Mührel, Prof Dr habil Eric; Birgmeier, PD Dr habil Bernd (Hrsg.)

- Theoriebildung in der Sozialen Arbeit*. VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 85–102. — ISBN: 978-3-531-18170-7
- Van Nieuwerburgh, Stijn; Veldkamp, Laura (2009): „Information Immobility and the Home Bias Puzzle“. In: *The Journal of Finance*. 64 (3), S. 1187–1215, DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01462.x.
- Von Neumann, John; Morgenstern, Oskar (2007): *Theory of games and economic behavior*. Princeton university press.
- Wahren, Heinz-Kurt E. (2009): *Anlegerpsychologie*. 1. Aufl. Wiesbaden: VS Verl. für Sozialwissenschaften. — ISBN: 978-3-531-16130-3
- Wang, F. Albert (2001): „Overconfidence, Investor Sentiment, and Evolution“. In: *Journal of Financial Intermediation*. 10 (2), S. 138–170, DOI: 10.1006/jfin.2001.0311.
- Weber, Max (2015): *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus: vollständige Ausgabe: Halbleinen*. Vollst. Ausg. Hamburg: Nikol. — ISBN: 978-3-86820-254-0
- Wilson, Timothy D.; Centerbar, David B.; Kermer, Deborah A.; u. a. (2005): „The Pleasures of Uncertainty: Prolonging Positive Moods in Ways People Do Not Anticipate“. In: *Journal of Personality and Social Psychology*. 88 (1), S. 5–21, DOI: 10.1037/0022-3514.88.1.5.
- Zander, Michael (2010): „Im Schutze der Unbewusstheit. Ansätze zu einer psychologischen Fundierung des Habitusbegriffs im Werk Pierre Bourdieus“. In: *Journal für Psychologie*. 18 (1).
- Zander, Michael (2013): „Unbewusste Schemata: Der Habitus in der Psychologie“. In: *Pierre Bourdieus Konzeption des Habitus*. Springer, S. 347–359.
- Zhu, Ning (2002): *The Local Bias of Individual Investors*. (SSRN Scholarly Paper Nr. ID 302620) Rochester, NY: Social Science Research Network.