

# **INHALTSVERZEICHNIS**

<b>Verzeichnis der Abbildungen</b>	<b>XV</b>
<b>Zur Einführung: Problemstellung und Gang der Untersuchung</b>	<b>1</b>
<b>1 Problemstellung und Abgrenzung des Themas</b>	<b>1</b>
<b>2 Gang der Untersuchung</b>	<b>8</b>
<b>I Theoretischer Ansatz zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger</b>	<b>12</b>
<b>1 Finanzierungstheoretische Forschung</b>	<b>12</b>
<b>1.1 Überblick über den Stand der Forschung</b>	<b>12</b>
<b>1.2 Systematische Verletzungen des deskriptiven Anspruchs     finanzierungstheoretischer Ansätze</b>	<b>23</b>
<b>1.2.1 Darstellung und Relevanz individueller Anomalien       und Heuristiken</b>	<b>23</b>
<b>1.2.2 Relevanz individueller Anomalien und Heuristiken       für Finanzmärkte</b>	<b>43</b>
<b>2 Grundgedanken einer verhaltenswissenschaftlich fundierten   Finanzmarktforschung in der Betriebswirtschaftslehre</b>	<b>56</b>
<b>3 Systematisierung der Einflußfaktoren des Verhaltens   privater Anleger</b>	<b>62</b>
<b>3.1 Einführung und Überblick</b>	<b>62</b>
<b>3.1.1 Typen von Anlageentscheidungen</b>	<b>62</b>
<b>3.1.2 Typen von Anlageformen</b>	<b>66</b>
<b>3.1.3 Überblick über die Determinanten des       Anlageverhaltens</b>	<b>68</b>

3.2 Die Umwelt des privaten Anlegers	70
3.2.1 Externe Informationen	70
3.2.1.1 Gesamtwirtschaftliche Informationen	70
3.2.1.2 Einzelwirtschaftliche Informationen	74
3.2.2 Soziales Umfeld	76
3.2.2.1 Primär- und Sekundärgruppen des sozialen Umfeldes	76
3.2.2.2 Das Lebensphasenkonzept als Ausdruck des besonderen Stellenwertes der Familie im sozialen Umfeld eines Anlegers	80
3.2.2.3 Partnerschaftliche Anlageentscheidungen	85
3.3 Die Person des privaten Anlegers	86
3.3.1 Persönliche Disposition	86
3.3.1.1 Emotionale und motivationale Faktoren des Anlageverhaltens	86
3.3.1.2 Kognitive Faktoren des Anlageverhaltens	93
3.3.1.2.1 Informationsstand und Informationsverhalten	94
3.3.1.2.2 Subjektive Kontrollüberzeugung	95
3.3.1.2.3 Ziele privater Anleger	99
3.3.1.2.4 Einstellungen	102
3.3.2 Persönliche Situation	111
3.3.2.1 Geschlecht	112
3.3.2.2 Alter	113
3.3.2.3 Sozio-ökonomischer Status	113
4 Methodische Basis zur Erforschung des Verhaltens privater Anleger	117
4.1 Überblick	117
4.2 Befragungen als Methode der Datengewinnung	121
4.3 Experimente als Methode der Datengewinnung	123
4.3.1 Einführung und Überblick	123
4.3.2 Experimente in der Finanzmarktforschung	127
4.3.2.1 Zur Relation zwischen der Realität und der vereinfachten, modellhaften Entscheidungssituation in Experimenten	127

II Erklärung des Verhaltens privater Anleger mit ausgewählten Einflußfaktoren - empirische Analysen	145
1 Überblick über die empirischen Untersuchungen in dieser Arbeit	145
2 Schriftliche Befragung	147
2.1 Zielsetzung	147
2.2 Verwandte empirische Untersuchungen	147
2.3 Durchführung der Befragung	150
2.4 Ausgewählte Ergebnisse zu einzelnen Einflußgrößen der Determinantengruppe "Person des Anlegers"	154
2.4.1 Die Motive privater Anleger	154
2.4.2 Zur Nutzung von Informationsquellen	157
2.4.3 Subjektive Kontrollüberzeugung und Delegationsbereitschaft	160
2.4.4 Ziele	164
2.4.5 Zur absoluten und relativen Risikoaversion	165
2.4.6 Geschlecht	170
2.4.7 Sozio-ökonomischer Status	171
2.5 Ausgewählte Ergebnisse zu einzelnen Einflußgrößen der Determinantengruppe "Umwelt des Anlegers"	172
2.5.1 Wirtschaftsklima	172
2.5.2 Lebensphase	178
2.5.3 Partnerentscheidungen	184
2.6 Die Erklärung der relativen Anteile einzelner Anlageformen am Geldvermögen-Portefeuille - Zusammenfassung der Einzelanalysen	189
2.6.1 Zum Analysedesign	189
2.6.2 Die Anlage in Aktien	194
2.6.3 Die Anlage in festverzinsliche Wertpapiere	202
2.6.4 Die Anlage in Sparformen	208
2.6.5 Die Anlage in Festgeld	213

2.6.6 Die Anlage in Fonds-Anteile	219
<b>3 Einzelexperimente vor einem Aktienmarkthintergrund</b>	<b>225</b>
3.1 Zielsetzung und Vorgehensweise	225
3.2 Experiment-Designs	226
3.2.1 Experimente mit Einzeitpunkt-Entscheidungen	226
3.2.2 Experimente mit Mehrzeitpunkt-Entscheidungen	233
3.3 Zur Struktur der Anleger-Portefeuilles	240
3.3.1 Die Wirkung einer Erhöhung der Unsicherheit über die zukünftige Kursnotierung	240
3.3.2 Die Wirkung einer Erhöhung der Transaktions- und Bewertungssicherheit durch eine Fixierung der Transaktionskurse	246
3.3.3 Die Nutzung von Korrelationsinformationen zur Diversifizierung riskanter Portefeuilles	250
3.4 Asymmetrische Referenzpunktbewertung	259
3.4.1 Vorbemerkung	259
3.4.2 WTA-WTP-Disparität	261
3.4.3 Dispositionseffekt	269
3.5 Kurzfristige Anlagestrategien individueller Investoren auf der Basis von Preisbewegungen in der Vergangenheit	276
3.5.1 Exkurs: Empirische Befunde zur These der schwachen Informationseffizienz in Finanzmärkten	276
3.5.1.1 Hypothesen zur Informationseffizienz in Finanzmärkten	276
3.5.1.2 Zur Unabhängigkeit aufeinanderfolgender Preisbewegungen von Wertpapieren	278
3.5.1.3 Erklärungsansätze für die empirisch beobachteten Phänomene	281
3.5.1.3.1 Singuläre Erklärungsansätze	281
3.5.1.3.2 Gemeinsame Erklärung beider Phänomene und die Berücksichtigung mehrerer Typen von Akteuren am Markt	287
3.5.2 Frühe und aktuelle Vorzeichenänderung in vergangenen Preisbewegungen	294

<b>3.5.3 Verhaltensmuster privater Anleger</b>	<b>297</b>
<b>3.5.3.1 Hypothesen und erste Ergebnisse</b>	<b>297</b>
<b>3.5.3.2 Untersuchung theoriekonformer Verhaltensweisen</b>	<b>304</b>
<b>3.5.3.3 Prüfung der Stabilität der Ergebnisse zu den kurzfristigen Anlagestrategien</b>	<b>308</b>
<b>3.5.3.4 Ergänzende Auswertungen zur weitergehenden Erklärung der Verhaltensmuster privater Anleger</b>	<b>312</b>
 <b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	 <b>318</b>
 <b>Anhang</b>	 <b>324</b>
 <b>Literaturverzeichnis</b>	 <b>397</b>

## VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN

Abbildung 1: Idealtypische Abgrenzung privater und institutioneller Anleger und realtypische Erscheinungsformen (Enumeration)	5/6
Abbildung 2: Anomalien und Heuristiken im menschlichen Entscheidungs- und Anlageverhalten	26/38
Abbildung 3: Bewertungsfunktion der "prospect theory"	41
Abbildung 4: Entscheidungsgewichtefunktion der "prospect theory"	42
Abbildung 5: Die Struktur des Geldvermögens i.e.S. der Teilnehmer der Befragung im Vergleich zum Bundesdurchschnitt	152
Abbildung 6: Die Struktur des Geldvermögens i.w.S. der Teilnehmer der Befragung im Vergleich zum Bundesdurchschnitt	152
Abbildung 7: Die extrahierten fünf Motivgruppen, geordnet nach der von den Probanden eingestuften Wichtigkeit	155
Abbildung 8: Wichtigkeit von Motivgruppen und Portefeuillestruktur des Geldvermögen	156
Abbildung 9: Nutzung von Informationsquellen zur Geldanlage	158
Abbildung 10: Nutzung von Informationsquellen zur Geldanlage und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	159
Abbildung 11: Ausmaß der subjektiven Kontrollüberzeugung und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	162
Abbildung 12: Ausmaß der subjektiven Kontrollüberzeugung und Mitwirkungsgrad von Anlageberatern der Kreditinstitute (als Indikator für Delegationsbereitschaft)	163
Abbildung 13: Korrelationskoeffizienten zwischen dem Geldvermögen i.e.S. und den einzelnen Anlageformen nach absolutem Betrag und relativem Anteil	166
Abbildung 14: Höhe des Geldvermögens i.e.S. und Portefeuillestruktur	167

<b>Abbildung 15:</b> Korrelationskoeffizienten zwischen dem monatlichen Nettoeinkommen und den einzelnen Anlageformen nach absolutem Betrag und relativem Anteil	168
<b>Abbildung 16:</b> Höhe des Monatsnettoeinkommens und Portefeuillestruktur	168
<b>Abbildung 17:</b> Geschlecht und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	170
<b>Abbildung 18:</b> Berufliche Tätigkeit (Autonomie des Handelns) und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	172
<b>Abbildung 19:</b> Einschätzung der zukünftigen Geldanlagemöglichkeit und Einschätzung der wirtschaftlichen Lage	174
<b>Abbildung 20:</b> Einschätzung der zukünftigen Geldanlagemöglichkeit und Anlagebetrag im vergangenen Kalenderjahr	175
<b>Abbildung 21:</b> Einschätzung der Wirtschaftslage und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	177
<b>Abbildung 22:</b> Die vier idealtypischen Lebensphasen und ausgewählte Befragungsergebnisse	179/80
<b>Abbildung 23:</b> Familienstand und Wichtigkeit von Anlagemotiven	181
<b>Abbildung 24:</b> Familienstand und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	182
<b>Abbildung 25:</b> Anzahl der Kinder (unter 14 Jahre) im Haushalt und Wichtigkeit von Anlagemotiven	183
<b>Abbildung 26:</b> Alter und Portefeuillestruktur des Geldvermögens	183
<b>Abbildung 27:</b> Beteiligung von Lebenspartnern bei der Entscheidung über verschiedene Anlageformen des Geldvermögens	185
<b>Abbildung 28:</b> Alter und Beteiligung von Lebenspartnern bei der Entscheidung über verschiedene Anlageformen des Geldvermögens	186
<b>Abbildung 29:</b> Berufliche Stellung und Beteiligung von Lebenspartnern bei der Entscheidung über verschiedene Anlageformen des Geldvermögens	188
<b>Abbildung 30:</b> Die einzelnen Regressoren der stufenweisen multiplen Regressionen zum Anlageverhalten	190

- Abbildung 31: Adjustierte  $R^2$  der Regressionen der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Portefeuilleanteil der Aktienanlage 195
- Abbildung 32: Adjustierte  $R^2$  für die stufenweise Regression der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Anteil der Aktienanlage am Geldvermögen-Portefeuille 197
- Abbildung 33: Adjustierte  $R^2$  der Regressionen der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Portefeuilleanteil der Aktienanlage, nur für Aktionäre 198
- Abbildung 34: T-Werte zu den, nach Subkategorien geordneten, unabhängigen Variablen der Regressionen auf den relativen Aktienanteil, für alle Befragte und für Aktionäre 199/200
- Abbildung 35: Adjustierte  $R^2$  der Regressionen der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Portefeuilleanteil der Anlage in festverzinsliche Wertpapiere 203
- Abbildung 36: Adjustierte  $R^2$  für die stufenweise Regression der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Anteil der Anlage in Festverzinsliche am Geldvermögen-Portefeuille 204
- Abbildung 37: T-Werte zu den, nach Subkategorien geordneten, unabhängigen Variablen der Regressionen auf den relativen Anteil Festverzinslicher, für alle Befragte und für Anleger in Festverzinsliche 206/7
- Abbildung 38: Adjustierte  $R^2$  der Regressionen der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Portefeuilleanteil der Sparformen 208
- Abbildung 39: Adjustierte  $R^2$  für die stufenweise Regression der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Anteil der Sparformen am Geldvermögen-Portefeuille 209
- Abbildung 40: T-Werte zu den, nach Subkategorien geordneten, unabhängigen Variablen der Regressionen auf den



	relativen Anteil an Sparformen, für alle Befragte und für Anleger in Sparformen	211/2
Abbildung 41:	Adjustierte $R^2$ der Regressionen der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Portefeuilleanteil der Festgeldanlage	214
Abbildung 42:	Adjustierte $R^2$ für die stufenweise Regression der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Anteil der Festgeldanlage am Geldvermögen-Portefeuille	215
Abbildung 43:	T-Werte zu den, nach Subkategorien geordneten, unabhängigen Variablen der Regressionen auf den relativen Festgeldanteil, für alle Befragte und für Anleger in Festgeld	217/8
Abbildung 44:	Adjustierte $R^2$ der Regressionen der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Portefeuilleanteil der Anlage in Investmentfonds	219
Abbildung 45:	Adjustierte $R^2$ für die stufenweise Regression der vier Subkategorien von Einflußfaktoren auf den relativen Anteil der Fonds-Anlage am Geldvermögen-Portefeuille	220
Abbildung 46:	T-Werte zu den, nach Subkategorien geordneten, unabhängigen Variablen der Regressionen auf den relativen Anteil der Fonds-Anlage, für alle Befragte und für Anleger in Investmentfonds	222/3
Abbildung 47:	Zwei Beispiele riskanter Anlagealternativen im Experimentdesign A1	229
Abbildung 48:	Zwei Beispiele riskanter Anlagealternativen im Experimentdesign A2	230
Abbildung 49:	Zwei Beispiele riskanter Anlagealternativen im Experimentdesign B	231
Abbildung 50:	Zwei Beispiele riskanter Anlagealternativen im Experimentdesign A1 mit Informationsart I2 (vorgegebene Kaufkurse)	232
Abbildung 51:	Kursverläufe und Prognosespannen der fünf riskanten Anlagealternativen DXV, EGS, ACS, FOA,	

TDZ in den Experimenten mit Mehrzeitpunkt-Entscheidungen	237/9
Abbildung 52: Die Lage der Tangentialportefeuilles in A1/I1 und A2/I1	241
Abbildung 53: Portefeuillestruktur in den Experimenten A1/I1 und A2/I1	242
Abbildung 54: Absolute Veränderung des Anteils der sicheren Anlage am Gesamtportefeuille durch die Erhöhung des Risikoniveaus	243
Abbildung 55: Relative Veränderung des prozentualen Anteils der sicheren Anlage am Gesamtportefeuille durch die Erhöhung des Risikoniveaus (Ausmaß der Veränderung)	244
Abbildung 56: Mittelwert, Standardabweichung, Minimum- und Maximum-Kurs in den Experimenten A1/I1 und A2/I1	245
Abbildung 57: Absolute Veränderung des Anteils der sicheren Anlage am Gesamtportefeuille durch die Vorgabe der Kaufkurse (Transaktionssicherheit)	247
Abbildung 58: Portefeuillestruktur in den Experimenten A1/I1 und A1/I2	248
Abbildung 59: Veränderung der Struktur der riskanten Portefeuilles aufgrund der Vorgabe der Kaufkurse, in Relation zur Veränderung des Anteils der sicheren Anlage am Gesamtportefeuille	249
Abbildung 60: Portefeuillestruktur der "Nachzügler" und der anderen Probanden vor und nach den ergänzenden Korrelationsinformationen	254
Abbildung 61: Experimentelle Befunde zur WTA-WTP-Disparität	263
Abbildung 62: Experimentelle Befunde zur WTA-WTP-Disparität, unterteilt nach "+" - und "-" - Situationen	264
Abbildung 63: Intra-personale Disparität mit Kennzahl v	266
Abbildung 64: Prozentuale Differenz zwischen Kauforderkursen mit und ohne Bestand	267

Abbildung 65: Prozentuale Differenz zwischen Verkaufsaufträgen bei vollständiger und teilweiser Auflösung des Bestandes	268
Abbildung 66: Anzahl der Verkaufsaufträge in Abhängigkeit von Gewinner- und Verlierer-Situationen	271
Abbildung 67: Stückvolumina der Verkaufsaufträge in Abhängigkeit von Gewinner- und Verlierer-Situationen	272
Abbildung 68: Kennzahl z zur individuellen Messung des "disposition effect"	273
Abbildung 69: Experimentelle Befunde zum "disposition effect" mit dem Erwerbspreis als Referenzpunkt	275
Abbildung 70: Kursstellung der Teilnehmer in Relation zum Kurs am Ende der Periode 7, und in Relation zum Erwartungswert der Kursprognose für Periode 8, im Experiment A1 mit I1	295
Abbildung 71: Kursstellung der Teilnehmer in Relation zum Kurs am Ende der Periode 7, und in Relation zum Erwartungswert der Kursprognose für Periode 8, im Experiment B mit I1	296
Abbildung 72: Mögliche Verhaltensmuster individueller Investoren	299
Abbildung 73: Anzahl der Kauf- und Verkaufsaufträge in Abhängigkeit vom Preistrend	301
Abbildung 74: Stückvolumina der Kauf- und Verkaufsaufträge in Abhängigkeit vom Preistrend	301
Abbildung 75: Einzelfallanalysen zu den Verhaltensweisen "tracking" und "chasing"	303
Abbildung 76: Verhaltensmuster individueller Investoren in Experiment I (Teilnehmergruppen in %)	304
Abbildung 77: Kauf- und Verkaufsaufträge nach Anzahl und Stückvolumen in Entscheidungssituationen der Unter- und der Überbewertung	305
Abbildung 78: Positive und negative Preisänderungen in den einzelnen Perioden des Experimente	307
Abbildung 79: Aktienweise Analyse der Verhaltensmuster privater Anleger	309

Abbildung 80: Periodenweise Analyse der Verhaltensmuster privater Anleger	310
Abbildung 81: Rollierende Drei-Perioden-Analyse der Verhaltensmuster privater Anleger	311
Abbildung 82: Stärke der Preisbewegung und Verhaltensmuster (Preisänderungen in %)	313
Abbildung 83: Stärke der Preisbewegung und Verhaltensmuster (Preisänderungen in absoluten Einheiten)	313
Abbildung 84: Einzelfallanalysen zu den Verhaltensmustern "tracking" und "chasing", getrennt nach Kauf- und Verkaufseite	315
Abbildung 85: Verhaltensmuster individueller Investoren in Experiment I, getrennte Analyse von Kauf- und Verkaufseite (Teilnehmergruppen in %)	316