# Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis ..... XV

Abbildungsverzeichnis ..... XXI

Abkürzungsverzeichnis ..... XXV

**I Einleitung ..... 1**

1 Die Erklärung des Verhaltens von Anlegern als Bestandteil kapitalmarkttheoretischer Untersuchungen ..... 1

2 Gang der Untersuchung ..... 5

**II Theoretische und methodische Grundlagen über das Verhalten individueller Anleger am Aktienmarkt ..... 7**

1 Finanzierungstheoretische Grundlagen ..... 7

1.1 Neoklassische Finanzmarkttheorie ..... 7

1.1.1 Prinzipien der normativen Entscheidungstheorie ..... 7

1.1.2 Gleichgewichtstheoretische Modelle der Preisbildung ..... 14

1.1.2.1 Preisbildungsmodelle im engeren Sinne ..... 14

1.1.2.2 Preisbildungsmodelle im weiteren Sinne ..... 19

1.2 Systematische Abweichungen vom rationalen Verhalten am Aktienmarkt ..... 23

1.3 Einzelwirtschaftlich orientierte Finanzmarktforschung ..... 32

1.3.1 Neuere Finanzierungstheorie ..... 32

1.3.1.1 Neue Institutionenökonomik ..... 32

1.3.1.2 Marktmikrostrukturtheorie ..... 34

1.3.1.3 Behavioral Finance ..... 37

1.3.2 Entscheidungstheoretische Modelle mit Berücksichtigung individueller Anomalien und Heuristiken ..... 38

1.3.2.1 (Cumulative) Prospect Theory ..... 38

1.3.2.2 Disappointment und Regret Theory ..... 42

1.3.2.3 Rangplatzabhängige Nutzentheorien ..... 44

1.3.2.4 Search for Dominance Structure Theory und Image Theory ..... 46

1.4 Entscheidungen in Finanzmärkten ..... 48

1.4.1 Systematisierung der Begriffe Entscheidung und Finanzmarkt ..... 48

1.4.2 Systematisierung von Informationen als Grundlage von Entscheidungen in Finanzmärkten ..... 51

1.4.2.1 Der Jahresabschluß und die daraus abgeleiteten Kennzahlen ..... 52

1.4.2.2 Makroökonomische Faktoren und der Aktienkurs ..... 58

1.4.2.3 Qualitative Informationen ..... 61

1.4.2.4 Preisprognose mittels ausgewählter Informationen ..... 67

1.4.3 Ausgewählte entscheidungstheoretische Modelle mit Berücksichtigung von Marktanomalien ..... 68

2 Verhaltenswissenschaftliche Ansätze in der neueren, nichtfinanzierungstheoretischen betriebswirtschaftlichen Forschung ..... 73

3 Der Prozeßgedanke der Entscheidung aus entscheidungstheoretischer und verhaltenswissenschaftlicher Sicht ..... 77

3.1 Phasenschemata eines Entscheidungsprozesses ..... 77

3.2 Zielsetzung und Anlagebedarf ..... 79

3.3 Informationsprozeß zur Bewertung von Alternativen ..... 81

3.3.1 Charakteristische Elemente der Informationsaufnahme ..... 81

3.3.2 Charakteristische Elemente der Informationsverarbeitung ..... 85

3.3.3 Die Speicherung von Informationen ..... 88

3.3.4 Erfahrungsbildung und Lernbegriff ..... 91

3.4 Auswahl von Anlageleistungen ..... 94

3.5 Wesentliche Determinanten des Informations- und Entscheidungsprozesses ..... 94

3.5.1 Überblick ..... 94

3.5.2 Personale Faktoren ..... 96

3.5.2.1 Disposition ..... 96

3.5.2.1.1 Emotionale Persönlichkeitsvariablen ..... 96

3.5.2.1.2 Motivationale Persönlichkeitsvariablen ..... 99

3.5.2.1.3 Kognitive Persönlichkeitsvariablen ..... 100
3.5.2.2 Soziodemographische Faktoren und soziales Umfeld ..... 104
3.5.3 Situative Faktoren ..... 104
3.5.3.1 Merkmale einer Entscheidung ..... 104
3.5.3.2 Präsentation einer Entscheidung ..... 107

4 Methodische Grundlagen ..... 111

4.1 Feld- und Laborexperimente als Methode empirischer Forschung . 111

4.2 Instrumente experimenteller Studien ..... 113
4.2.1 Beobachtung ..... 113
4.2.2 Befragung ..... 115
4.2.3 Inhaltsanalyse ..... 116

**III Experimentelle Untersuchung des Informations- und Entscheidungsprozesses individueller Anleger ..... 119**

1 Hypothesen zum Informations- und Entscheidungsverhalten individueller Anleger ..... 119

1.1 Hypothesen zum Entscheidungsverhalten unter Ambiguität ..... 120

1.2 Hypothesen zum Informationsprozeß ..... 120
1.2.1 Selektive Wahrnehmung einzelner Informationen ..... 120
1.2.2 Bedeutung bestimmter Einzelinformationen ..... 121
1.2.3 Primacy-/Recency-Effekt ..... 121
1.2.4 Explizite Verwendung von Heuristiken ..... 122
1.2.5 Erfahrungsbildung ..... 122

1.3 Hypothesen zu ausgewählten prozeßbeeinflussenden Determinanten ..... 122
1.3.1 Person des Anlegers ..... 123
1.3.1.1 Subjektive Kompetenz ..... 123
1.3.1.2 Wissensstand ..... 123
1.3.1.3 Kontrollüberzeugung ..... 124
1.3.2 Framing ..... 124

2 Experimentelles Design ..... 127

2.1 Darstellung des Informationsangebots ..... 127
2.2 Durchführung des Experiments ..... 130
2.3 Auswahl und Ausstattung der Probanden ..... 133
2.4 Allgemeine Operationalisierungen ..... 135
3 Ergebnisse ..... 141
3.1 Entscheidungsverhalten unter Ambiguität ..... 141
3.2 Informationsprozeß ..... 151
3.2.1 Selektive Wahrnehmung einzelner Informationen ..... 151
3.2.2 Bedeutung bestimmter Einzelinformationen ..... 155
3.2.3 Primacy-/Recency-Effekt ..... 158
3.2.4 Explizite Verwendung von Heuristiken ..... 160
3.2.5 Erfahrungsbildung ..... 161
3.3 Prozeßbeeinflussende Determinanten ..... 170
3.3.1 Subjektive Kompetenz ..... 170
3.3.2 Wissensstand ..... 189
3.3.3 Kontrollüberzeugung ..... 208
3.3.4 Framing ..... 215
**IV Zusammenfassung und Diskussion der Ergebnisse ..... 221**

Anhang ..... 225
Literaturverzeichnis ..... 261

# Tabellenverzeichnis


Tabelle 1: Überblick über individuelle Anomalien und Heuristiken am Aktienmarkt ..... 24

Tabelle 2: Überblick über Marktanomalien ..... 30

Tabelle 3: Interne und externe Kontrollüberzeugung ..... 102

Tabelle 4: Informationskatalog der Experimente ..... 128

Tabelle 5: Maßgrößen und deren Ausprägungen ..... 135

Tabelle 6-1: Ausprägungen der Entscheidungsphasen ..... 138

Tabelle 6-2: Ausprägungen der Satzsequenzen ..... 138

Tabelle 6-3: Ausprägungen der wortgenauen Protokollierung ..... 139

Tabelle 7-1: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Informationen" (Unternehmenstyp) ..... 141

Tabelle 7-2: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ambiguitätsgrad" und „Anzahl Informationen" ..... 142

Tabelle 7-3 Auswertungen zur Maßgröße „Zeitbedarf" (Unternehmenstyp) ..... 143

Tabelle 7-4: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ambiguitätsgrad" und „Anzahl Informationen" ..... 144

Tabelle 7-5: Auswertungen zur Maßgröße „Sicherheitsgefühl" (Gruppe IV) ..... 145

Tabelle 7-6: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ambiguitätsgrad" und „Sicherheitsgefühl" ..... 145

Tabelle 7-7: Auswertungen zur Maßgröße „Ergebnis" ..... 146

Tabelle 7-8: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ambiguitätsgrad" und „Ergebnis" ..... 147

Tabelle 7-9: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Explorations-phasen" ..... 148

Tabelle 7-10: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Planungsphasen" ..... 148

Tabelle 7-11: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ambiguitätsgrad" und „Anzahl Explorationsphasen" ..... 149

Tabelle 7-12: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ambiguitätsgrad" und „Anzahl Planungsphasen" ..... 149

Tabelle 8-1: Auswertungen zur Maßgröße „Ergebnis" ..... 151

Tabelle 8-2: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Ergebnis" und „Unternehmensqualität" ..... 151

Tabelle 8-3: Auswertungen zur Maßgröße „Bedeutung des Unternehmensklassifikators" ..... 156

Tabelle 8-4: Auswertungen zur Maßgröße „Rangfolge" ..... 158

Tabelle 8-5: Auswertungen zur Maßgröße „Wiederholte Informationszugriffe (Rangfolge)" ..... 159

Tabelle 8-6: Auswertungen zur Maßgröße „Ankerwert" ..... 160

Tabelle 8-7: Auswertungen zur Maßgröße „Zeitbedarf" (Anzahl Versuche) ..... 162

Tabelle 8-8: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Zeitbedarf" und „Anzahl Versuche" ..... 163

Tabelle 8-9: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Informationen" (Anzahl Versuche) ..... 163

Tabelle 8-10: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Anzahl Informationen" und „Anzahl Versuche" ..... 164

Tabelle 8-11: Auswertungen zur Maßgröße „Zeitbedarf" (Gruppe IV) ..... 165

Tabelle 8-12: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Zeitbedarf" und „Anzahl Versuche" ..... 165

Tabelle 8-13: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Informationen" (Gruppe IV) ..... 166

Tabelle 8-14: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Anzahl Informationen" und „Anzahl Versuche" (Gruppe IV) ..... 166

Tabelle 8-15: Auswertungen zur Maßgröße „Sicherheitsgefühl" (Gruppe III) ..... 167

Tabelle 8-16: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Sicherheitsgefühl" und „Anzahl Versuche" ..... 167

Tabelle 8-17: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Planungsphasen" (Anzahl Versuche) ..... 168

Tabelle 8-18: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Anzahl Planungsphasen" und „Anzahl Versuche" ..... 169

Tabelle 8-19: Auswertungen zur Maßgröße „Phasenwechsel" ..... 169

Tabelle 8-20: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Phasenwechsel" und „Anzahl Versuche" ..... 169

Tabelle 9-1: Auswertungen zur Maßgröße „Informationskategorie" ..... 170

Tabelle 9-2: Auswertungen zur Maßgröße „subjektive Kompetenz" ..... 171

Tabelle 9-3: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „subjektiver Kompetenz" und „Informationskategorie" ..... 171

Tabelle 9-4: Auswertungen zur Maßgröße „Bedeutung Unternehmens-klassifikator" ..... 174

Tabelle 9-5: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „subjektiver Kompetenz" und „Bedeutung Unternehmens-klassifikator" ..... 174

Tabelle 9-6: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Informationen" ..... 176

Tabelle 9-7: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „subjektiver Kompetenz" und „Anzahl Informationen" ..... 177

Tabelle 9-8: Auswertungen zur Maßgröße „Ergebnis" ..... 179

Tabelle 9-9: Auswertungen zur Maßgröße „subjektiver Kompetenz" ..... 179

Tabelle 9-10: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „subjektiver Kompetenz" und „Ergebnis" ..... 180

Tabelle 9-11: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Explorations-phasen" ..... 183

Tabelle 9-12: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Planungsphasen" ..... 183

Tabelle 9-13: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „subjektiver Kompetenz" und „Anzahl Explorations-phasen" ..... 183

Tabelle 9-14: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „subjektiver Kompetenz" und „Anzahl Planungsphasen" ..... 183

Tabelle 10-1: Auswertungen zur Maßgröße „Informationskategorie“.....189

Tabelle 10-2: Auswertungen zur Maßgröße „Wissensstand“.....190

Tabelle 10-3: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Wissensstand“ und „Informationskategorie“.....190

Tabelle 10-4: Auswertungen zur Maßgröße „Bedeutung Unternehmensklassifikator“.....192

Tabelle 10-5: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Wissensstand“ und „Bedeutung Unternehmensklassifikator“.....193

Tabelle 10-6: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Informationen“.....194

Tabelle 10-7: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Wissensstand“ und „Anzahl Informationen“.....195

Tabelle 10-8: Auswertungen zur Maßgröße „Ergebnis“.....197

Tabelle 10-9: Auswertungen zur Maßgröße „Wissensstand“.....198

Tabelle 10-10: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Wissensstand“ und „Ergebnis“.....198

Tabelle 10-11: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Explorationsphasen“.....201

Tabelle 10-12: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Planungsphasen“.....201

Tabelle 10-13: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Wissensstand“ und „Anzahl Explorationsphasen“.....202

Tabelle 10-14: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Wissensstand“ und „Anzahl Planungsphasen“.....202

Tabelle 11-1: Auswertungen zur Maßgröße „Kontrollüberzeugung“.....208

Tabelle 11-2: Auswertungen zur Maßgröße „Reihenfolge“.....208

Tabelle 11-3: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Kontrollüberzeugung“ und „Reihenfolge“.....209

Tabelle 11-4: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Informationen“.....210

Tabelle 11-5: Auswertungen zur Maßgröße „Zeitbedarf“.....210

Tabelle 11-6: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Kontrollüberzeugung“ und „Anzahl Informationen“.....210

Tabelle 11-7: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Kontrollüberzeugung" und „Zeitbedarf" ....211

Tabelle 11-8: Auswertungen zur Maßgröße „Bedeutung Unternehmensklassifikator" ....212

Tabelle 11-9: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Kontrollüberzeugung" und „Bedeutung Unternehmensklassifikator" ....212

Tabelle 11-10: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Explorationsphasen" ....213

Tabelle 11-11: Auswertungen zur Maßgröße „Anzahl Planungsphasen" ....213

Tabelle 11-12: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Kontrollüberzeugung" und „Anzahl Planungsphasen" ....214

Tabelle 11-13: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Kontrollüberzeugung" und „Anzahl Explorationsphasen" ....214

Tabelle 12-1: Auswertungen zur Maßgröße „Informationskategorie" (getrennt nach Gruppen) ....216

Tabelle 12-2: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Gruppe" und „Informationskategorie" ....216

Tabelle 12-3: Auswertungen zur Maßgröße „Bedeutung Unternehmensklassifikator" (getrennt nach Gruppen) ....217

Tabelle 12-4: Auswertungen zum Zusammenhang zwischen „Gruppe" und „Bedeutung Unternehmensklassifikator" ....218

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1: Hierarchie der Effizienzbegriffe ..... 17

Abbildung 1.2: Hypothetische Wertfunktion der (Cumulative) Prospect Theory ..... 40

Abbildung 1.3: Entscheidungsgewichtungsfunktion der CPT für Gewinne (w+) und Verluste (w-) ..... 41

Abbildung 1.4: Bereiche der Jahresabschlußanalyse ..... 55

Abbildung 2.1: Schema eines Entscheidungsprozesses ..... 77

Abbildung 2.2: Informations- und Entscheidungsprozeß ..... 79

Abbildung 2.3: Systematisierung der Einflußfaktoren ..... 96

Abbildung 3.1: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit des Ambiguitätsgrades ..... 148

Abbildung 3.2: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit des Ambiguitätsgrades ..... 150

Abbildung 3.3: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit des Ambiguitätsgrades ..... 150

Abbildung 4: Prognostizierte Ergebnisse in Abhängigkeit des Unternehmenstyps ..... 152

Abbildung 5.1: Bedeutung der Informationskategorie in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Kennzahlenwissen) ..... 173

Abbildung 5.2: Bedeutung der Informationskategorie in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Fachwissen) ..... 173

Abbildung 5.3: Delegationsbereitschaft in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Kennzahlenwissen) ..... 175

Abbildung 5.4: Delegationsbereitschaft in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Fachwissen) ..... 175

Abbildung 5.5: Anzahl der Informationen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Kennzahlenwissen) ..... 178

Abbildung 5.6: Anzahl der Informationen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Fachwissen) ..... 178

Abbildung 5.7: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Kennzahlenwissen) ..... 181

Abbildung 5.8: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Fachwissen) ..... 182

Abbildung 5.9: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Allgemeinwissen) ..... 182

Abbildung 5.10: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Kennzahlenwissen) ..... 185

Abbildung 5.11: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Kennzahlenwissen) ..... 185

Abbildung 5.12: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Fachwissen) ..... 186

Abbildung 5.13: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Fachwissen) ..... 187

Abbildung 5.14: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Allgemeinwissen) ..... 188

Abbildung 5.15: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit der subjektiven Kompetenz (Allgemeinwissen) ..... 188

Abbildung 6.1: Bedeutung der Informationskategorie in Abhängigkeit des Wissensstandes (Kennzahlenwissen) ..... 191

Abbildung 6.2: Bedeutung der Informationskategorie in Abhängigkeit des Wissensstandes (Fachwissen) ..... 192

Abbildung 6.3: Delegationsbereitschaft in Abhängigkeit des Wissensstandes (Kennzahlenwissen) ..... 193

Abbildung 6.4: Delegationsbereitschaft in Abhängigkeit des Wissensstandes (Fachwissen) ..... 194

Abbildung 6.5: Anzahl der Informationen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Kennzahlenwissen) ..... 195

Abbildung 6.6: Anzahl der Informationen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Fachwissen) ..... 196

Abbildung 6.7: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit des Wissensstandes (Kennzahlenwissen) ..... 199

Abbildung 6.8: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit des Wissensstandes (Fachwissen) ..... 200

Abbildung 6.9: Eindeutigkeit des Ergebnisses in Abhängigkeit des Wissensstandes (Allgemeinwissen) ..... 201

Abbildung 6.10: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Kennzahlenwissen) ..... 203

Abbildung 6.11: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Kennzahlenwissen) ..... 204

Abbildung 6.12: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Fachwissen) ..... 204

Abbildung 6.13: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Fachwissen) ..... 205

Abbildung 6.14: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Allgemeinwissen) ..... 206

Abbildung 6.15: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit des Wissensstandes (Allgemeinwissen) ..... 207

Abbildung 7.1: Strategie in Abhängigkeit der Kontrollüberzeugung ..... 209

Abbildung 7.2: Anzahl der Informationen in Abhängigkeit der Kontrollüberzeugung ..... 211

Abbildung 7.3: Zeitaufwand in Abhängigkeit der Kontrollüberzeugung ..... 211

Abbildung 7.4: Delegationsbereitschaft in Abhängigkeit der Kontrollüberzeugung ..... 213

Abbildung 7.5: Anteil Explorationsphasen in Abhängigkeit der Kontrollüberzeugung ..... 215

Abbildung 7.6: Anteil Planungsphasen in Abhängigkeit der Kontrollüberzeugung ..... 215

Abbildung 8.1: Bedeutung der Informationskategorie in Abhängigkeit der Informationsdarbietung ..... 217

Abbildung 8.2: Bedeutung des Unternehmensklassifikators in Abhängigkeit der Versuchsgruppe ..... 217