

# **Überlegungen zu einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung (Teil I)**

## **Ein Erklärungsansatz zum Anlegerverhalten\***

Von Michael Bitz und Andreas Oehler, Hagen

“At some point a person will make a choice, but a lot of things happen before the choice is made. Knowing these things can often tell us more about risk behavior than the choice itself.” (*MacCrimmon/Wehrung* 1986, 21)

## **I. Einführung: Verhaltenswissenschaftlich fundierte Kapitalmarktforschung in der Betriebswirtschaftslehre**

Gliedert man die Forschungsansätze in der kapitalmarkttheoretischen Literatur, so lassen sich drei Gruppen differenzieren:

- Ansätze, die sich besonders mit den rechtlichen und institutionellen Bedingungen beschäftigen, die zu zulässigen und durchführbaren Transaktionen am Kapitalmarkt führen<sup>1</sup>,
- Ansätze, die sich besonders mit Finanzierungsinstrumenten, also den Objekten der am Kapitalmarkt durchgeführten Transaktionen, auseinandersetzen,
- Ansätze, die sich dem Entscheidungsverhalten der Marktteilnehmer widmen, d.h. die Informationen und Informationsmöglichkeiten sowie die Erwartungen und die Entscheidungskriterien der Akteure am Markt einbeziehen.

---

\* Die Autoren danken der Deutschen Forschungsgemeinschaft für die Förderung im Rahmen des Projektes „Empirische Untersuchung des Verhaltens von Anlegern im Kapitalmarktzusammenhang“ des DFG-Schwerpunktprogramms „Empirische Kapitalmarktforschung“.

<sup>1</sup> Hierzu zählt z.B. der neo-institutionalistische Ansatz der Finanzierungstheorie von *Schmidt* (1981a, 1981b, 1985, 1986, 1988).

Der bereits im Titel dieser Arbeit angesprochene Ansatz einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung ist der dritten Kategorie von Forschungsansätzen zuzurechnen. Ziel dieser kapitalmarktbezogenen Forschungsrichtung ist die Analyse und Erklärung des Verhaltens der direkt (z.B. Händler, Makler) und der indirekt (z.B. private Haushalte, institutionelle Anleger) am Kapitalmarkt agierenden Teilnehmer. Insofern geht der Forschungsansatz von der an anderer Stelle<sup>2</sup> ausführlicher erörterten Kritik daran aus, daß in der Mehrzahl der kapitalmarkttheoretischen Ansätze das Verhalten der einzelnen Marktteilnehmer nur unzulänglich und allenfalls schematisch berücksichtigt wird, und versucht, auf dem Boden der Forschungstradition der Betriebswirtschaftslehre des deutschen Sprachraums Elemente verhaltenswissenschaftlicher Theorien und verstärkt empirische Forschungsmethoden einzubeziehen.

Die zahlreichen an anderer Stelle<sup>3</sup> erörterten „Anomalien“ des Anlegerverhaltens auch in Märkten als Ausdruck der Verletzung des deskriptiven Anspruchs kapitalmarkttheoretischer Modelle, die Präferenzen und das Verhalten von Anlegern abzubilden (Erklärung und Prognose), initiieren die Forschung nach Erklärungsansätzen des Anlegerverhaltens, die (zunächst) weniger axiom- als vielmehr empiriegeleitet sind. Solche Bemühungen können als Ergebnis mit einschließen, daß die Befunde der Erklärungsmodelle geeignet sind, die bestehenden kapitalmarkttheoretischen Modelle mit verhaltenswissenschaftlichen Elementen zu fundieren oder aber alternative normative Ansätze aufzuzeigen. Im Kontext der vorliegenden Untersuchung liegt die Priorität auf dem ersten Forschungsabschnitt einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung, nämlich der theoriebasierten und empiriegeleiteten Analyse des Anlegerverhaltens.

Die folgenden Ausführungen stellen die theoriebasierten Ansatzpunkte für eine empirische Erforschung des Anlegerverhaltens und erste empirische Ergebnisse dar. Sie konzentrieren sich schwerpunktmäßig auf Fragestellungen, die das Verhalten privater Anleger betreffen.

Die Erforschung des Anlegerverhaltens muß sich allerdings nicht notwendigerweise auf das Verhalten privater Anleger beschränken. Die Mehrzahl der Erörterungen treffen auch für Entscheidungen institutioneller Anleger zu. Für diese Anlegergruppe sind jedoch zusätzlich weitergehende Überlegungen hinsichtlich des Zustandekommens von Gruppenentscheidungen in komplexen Entscheidungsprozessen zu berücksichtigen. Phänomene wie

---

<sup>2</sup> Vgl. Oehler 1992 a, S. 97 - 100.

<sup>3</sup> Vgl. Oehler 1992 a, S. 97 - 100.

„risk shift“<sup>4</sup> oder „cautious shift“<sup>5</sup> und die teilweise umfangreicheren Informationsaufnahme- und -verarbeitungs- sowie Zielbildungsprozesse bedürfen sorgfältiger Beachtung. Diesen Fragestellungen wird sich daher eine getrennte Analyse widmen. Die vorliegende Untersuchung ist schwerpunktmäßig auf das Verhalten privater Anleger ausgerichtet, einer Anlegergruppe, der in deutschen Kapitalmärkten eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zukommt<sup>6</sup>.

Die Erörterung in den nachfolgenden Abschnitten setzt sich zum Ziel, ein Grundkonzept zur empirischen Analyse des Verhaltens privater Anleger zu entwickeln, bisher im Schrifttum vorliegende empirische Befunde zu würdigen und nicht eine (weitere) allein an Marktgrößen ausgerichtete Untersuchung zu initiieren. Dabei werden auch erste Ergebnisse einer eigenen empirischen Erhebung berücksichtigt.

Der zu entwickelnde Ansatz zur Erklärung von Anlegerverhalten rückt aufgrund der erwähnten Befunde zum deskriptiven Anspruch der neoklassischen Kapitalmarkttheorie von der Annahme ab, daß ein Anleger bzw. Entscheider ein vollständig informiertes Wesen sei, welches zudem Erwartungen besitzt, deren Herkunft nicht definiert werden. Eine in dieser Arbeit als Anleger bezeichnete Person verfügt dann über eigene Antriebskräfte, mit denen er bemüht ist, Lösungen für empfundene Probleme zu suchen, wobei er zwar durch beschränktes Wissen gekennzeichnet und nicht vollständig informiert ist, jedoch Erwartungen über die Gegenwart hinaus bildet, zukunftsbezogen handelt, empfundene Vor- und Nachteile verschiedener Handlungsalternativen grundsätzlich abwägen kann und sein beschränktes Wissen durch Lernen und Suchen erweitert<sup>7</sup>.

Anlegerverhalten wird dabei als eine Vielzahl von Entscheidungsprozessen unter Risiko verstanden. Mit Risiko wird in diesem Zusammenhang die aus der Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen resultierende Gefahr des negativen Abweichens einer (finanzwirtschaftlichen bzw. in der Regel finanziell quantifizierbaren) Zielgröße von einem Referenzwert bezeichnet<sup>8</sup>. Diese Begriffsfassung berücksichtigt implizit die Tatsache, daß eine zukunftsbezogene Handlung immer unter informationsbedingter Unsicher-

<sup>4</sup> Vgl. *Rim* 1966, S. 30 - 36.

<sup>5</sup> Vgl. *Renn* 1984, S. 146.

<sup>6</sup> Vgl. *Oehler/Mesel* 1990, S. 560 - 565.

<sup>7</sup> Vgl. zur Sichtweise eines ökonomischen Verhaltensmodells *Frey* 1990 b, S. 11 - 12, *Hirshleifer* 1985, S. 53 - 68; *Frey* 1980, S. 21 - 35, *Frey/Stroebe* 1980, S. 82 - 97 sowie zu einer „behavioral decision theory“ *Simon* 1959, S. 253 - 283, *Jungermann* 1977, S. 9 - 37, *Einhorn/Hogarth* 1981, S. 53 - 88.

<sup>8</sup> Vgl. *Bitz* 1992, S. 1 - 2. Der genannten Gefahr steht in der Regel (wenn auch nicht zwingend) als Chance die Möglichkeit einer positiven Abweichung gegenüber.



heit steht und damit die Möglichkeit von Fehlentscheidungen mit Verlustfolgen sowohl informations- als auch personenbedingt ist. Dies schließt negative Zielgrößenabweichungen aufgrund falscher Situationseinschätzungen mit ein. Risiko ist damit stets subjekt- bzw. ziel(niveau)abhängig, so daß die begriffliche Enge des „mean-variance approaches“ vermieden wird<sup>9</sup>.

Ein wichtiges Charakteristikum eines so verstandenen Anlegers bzw. Anlegerverhaltens ist, daß Verhaltensänderungen nicht primär auf Präferenzänderungen, sondern vor allem auf Änderungen in der durch Restriktionen determinierten Gesamtheit der Handlungsalternativen des Anlegers zurückgeführt werden. Zu solchen Restriktionen zählen unter anderem das Anlegern zur Verfügung stehende Einkommen und Vermögen (incl. Kreditmöglichkeiten), die relativen Preise für Anlagegüter und die für Anlageentscheidungen zur Verfügung stehende Zeit.

In Abkehr von der lange auch im verhaltenswissenschaftlichen Schrifttum gepflegten Tradition wird im Einklang mit neueren Forschungsergebnissen davon ausgegangen, daß Einstellungen eines Anlegers nicht unmittelbare Verhaltenswirksamkeit entfalten, also Einstellungen und Verhalten nicht deckungsgleich sind. Vielmehr wird von einer stark abgeschwächten Einstellungs-Verhaltens-Relation ausgegangen. Implizit ist dies mit der Feststellung verbunden, daß eine Anlagesituation, der Kontext einer Anlageentscheidung, einen erheblichen Einfluß auf das Anlegerverhalten ausübt und gegebenenfalls situative Bedingungen Einstellungen überlagern können<sup>10</sup>.

Diese Überlegungen und die an anderer Stelle<sup>11</sup> dargestellten empirischen Befunde implizieren eine Orientierung an der vor allem von *Sauermann*, *Selten* und *Tietz* in die deutsche wirtschaftswissenschaftliche Literatur (wieder-<sup>12</sup>) eingeführte und maßgebliche weiterentwickelte „Theorie des eingeschränkt rationalen Verhaltens“<sup>13</sup>, welche auf die „theory of bounded

<sup>9</sup> Vgl. *Baillie/DeGennaro* (1990, 203/211): „The results suggest that investors consider some other risk measure to be more important than the variance of portfolio returns.“ ... „Our results suggest that traditional two-parameter models relating portfolio means to variances are inappropriate and indicate the need for research into other measures of risk.“ Vgl. auch *MacCrimmon/Wehrung* 1986, S. 16 - 25, *March/Shapiro* 1987, S. 1404 - 1418; vgl. die Risikobegriffe von *Philipp* 1967 und 1976, Sp. 3453 - 3460, *Mag* 1977, *Renn* 1984, S. 100 - 160, von *Rosenstiel* 1990, S. 121 und 124, *Schüz* 1990, S. 218 - 221.

<sup>10</sup> Vgl. die Diskussion bei *Oehler* 1990 a, S. 69 - 74.

<sup>11</sup> Vgl. *Oehler* 1992 a, S. 97 - 100.

<sup>12</sup> Vgl. zu den allerersten Ansätzen in diesem Themenbereich, die zunächst im deutschen und danach im angelsächsischen Schrifttum zu finden sind, die Erörterung bei *Siegel* 1957, S. 253.

<sup>13</sup> Vgl. *Tietz* 1987, S. 3 und z.B. *Sauermann/Selten* 1962, S. 577 - 597.



rationality“ und das „concept of aspiration level“ von *Simon* (1957) zurückgeht<sup>14</sup>.

Das Konzept der eingeschränkten Rationalität nimmt unter anderem gestützt auf zahlreiche empirische Befunde<sup>15</sup> einen Anlageentscheidungsprozeß an, der in Teilentscheidungen vollzogen wird, der damit Informationsbeschaffung und Zeitdruck „in Grenzen“ hält und bestimmte Zielniveaus („aspiration levels“) anstrebt, deren Erreichen Zufriedenheit bei Anlegern auslöst („satisficing“), womit auch gewohnheitsmäßige Anlage(teil-)entscheidungen Berücksichtigung finden. Die so definierte Rationalität bezieht sich also auch auf den Prozeß des Entscheidens (z.B. die Vorgehensweise beim Anlegen von Geld) und nicht unmittelbar nur auf das Ergebnis des Anlageentscheidungsprozesses<sup>16</sup>.

Mit dem Ansatz der eingeschränkten Rationalität werden die beschränkten wahrnehmungsbezogenen und kognitiven Verarbeitungs- und Speicherkapazitäten von Menschen berücksichtigt und die Verhaltensannahmen der (simultanen) Maximierung einer Zielfunktion durch die Suche und Auswahl einer befriedigenden Alternative ersetzt<sup>17</sup>. Das Rationalitätspostulat der Zweck- und Zielorientierung ökonomischen Verhaltens wird beibehalten (Individuen und hier private Anleger verfolgen explizit gesetzte oder implizit vorhandene Ziele), jedoch ist dieses nicht mit der von der von *Neumann-Morgenstern*-Axiomatik determinierten Nutzenmaximierung verknüpft<sup>18</sup>.

<sup>14</sup> Vgl. eine Erörterung verschiedener Anspruchsniveau-Konzepte bei *Kupsch* 1973, S. 202 - 203.

<sup>15</sup> Vgl. die Diskussion bei *Oehler* 1991 a, S. 29 - 32.

<sup>16</sup> Vgl. die Zusammenfassung bei *Tietz* 1990, S. 2 und 1988, S. 7 - 9 sowie *Simon* 1978, S. 271 - 293, *Frey* 1980, S. 21 - 35 und 1990 b, S. 11 - 12.

<sup>17</sup> Vgl. *Tietz* 1983, S. 520.

<sup>18</sup> Vgl. *Tietz* 1983, S. 520 und *Tietz* 1991, S. 1 - 2. Insofern ist die oft verlautbarte Feststellung, Ökonomie beschäftige sich mit rationalem und andere sozialwissenschaftliche Disziplinen wie die Psychologie oder die Soziologie beschäftigten sich mit irrationalen Verhalten, obsolet (vgl. *Lea/Tarpy/Webley* 1987, *Frey/Stroebe* 1980). Im Sinne einer disziplinären Konvergenz profitiert die verhaltenswissenschaftlich fundierte Kapitalmarktforschung von einer gegenseitigen Befruchtung der verschiedenen sozialwissenschaftlichen Disziplinen, was ein gegenseitiges Lernen und gemeinsame Forschungserfahrungen bedeutet (vgl. zur Diskussion der Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Ökonomie und anderen sozialwissenschaftlichen Disziplinen z.B. *Tietz* 1988, S. 4 - 5, *Thaler* 1986, 1987 c und 1988 b, *Loomes* 1989, *Tversky/Thaler* 1990, *Cox/Isaac* 1986, *Binmore* 1987, *Kahneman* 1988, *Hey* 1987 und 1988, *Viscusi* 1989, *Gottschalk/Grunert* 1982, *Katona* 1963, *Simon* 1963, *Hogarth/Reder* 1986, *Wärneryd* 1986, *Arrow* 1982, *Shapira* 1986, *MacFadyen/MacFadyen* 1986 a und 1986 c, *van Raaij* 1986 a, *Einhorn/Hogarth* 1982 a und 1982 b, *Gilad/Kaish/Loeb* 1988, *Cyert/Simon* 1983, *Behrens* 1983, *Grunwald* 1983).

Im Rahmen des Anspruchsniveau-Konzeptes wird ein selbstgestecktes Leistungsziel als Anspruchsniveau verstanden. In Erweiterung des ursprünglichen Konzeptes von *Simon* mit lediglich zwei möglichen Ergebnissen einer Handlungsalternative („befriedigend“ = Erreichen des Anspruchsniveaus und „unbefriedigend“ = Nicht-Erreichen des Anspruchsniveaus) arbeitet das Konzept multipler Anspruchsniveaus mit mehreren potentiellen Anspruchsniveaus, die sich (stufenweise) durch ihre Befriedigungsgrade unterscheiden. Diese Anspruchsniveaus werden in der Entscheidungsvorbereitung zu operationalen Teilzielen<sup>19</sup>. In bezug auf das Verhalten von Anlegern gewinnt der von *Kupsch*<sup>20</sup> unter Rückgriff auf *March / Simon* (1966) und *Kirsch* (1970) entwickelte Ansatz der simultanen Verwendung mehrerer Zufriedenheitsstandards besondere Bedeutung. Hierbei werden unter Verwendung von Ergebnissen der Leistungsmotivationsforschung ein positives Zufriedenheitsniveau und ein Tragbarkeitsniveau als betragsmäßige Untergrenze eines Mißerfolgs mit den beiden weiteren Anspruchsniveaus der Mindesterfolgs- und der tragbaren Mißerfolgswahrscheinlichkeit kombiniert<sup>21</sup>.

Die verhaltenswissenschaftlich fundierte Kapitalmarktforschung steht auf diese Weise in der Tradition eines „Denkens in theoretischen Modellen“ als Leitidee einer betriebswirtschaftlichen Forschung<sup>22</sup>. Eine solche realtheoretische Modellanalyse ist bemüht, empirisch gehaltvolle Theorien (hier besonders der verhaltenswissenschaftlichen Nachbardisziplinen der Betriebswirtschaftslehre) auf betriebswirtschaftliche (hier: kapitalmarktbezogene) Problembereiche hin zu konkretisieren<sup>23</sup>. Das hier verfolgte Grundkonzept zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger stellt in erster Linie den Versuch dar, einen theoriebasierten und empiriegestützten Ansatz zur Erklärung des privaten Anlegerverhaltens zu modellieren und diese Verhaltenskonzepte auf ihre Konsistenz hin zu überprüfen. In letzter Konsequenz kann diese Vorgehensweise zu einem einzelwirtschaftlich orientierten und verhaltenswissenschaftlich fundierten Modell des privaten Anlegerverhaltens mit präskriptivem Charakter führen, das es unter anderem erlaubt,

<sup>19</sup> Vgl. *Tietz* 1983, S. 521 und *Tietz* 1988, S. 7.

<sup>20</sup> Vgl. *Kupsch* 1973, S. 204 - 210.

<sup>21</sup> Für eine tiefergehendere Erörterung und ein Beispiel zur Operationalisierung dieses Konzeptes sowie zur Anspruchsniveaubildung und -anpassung vgl. *Kupsch* 1973, S. 204 - 210 und *Tietz* 1983, S. 521 - 522 und *Tietz* 1987, S. 2 - 3.

<sup>22</sup> Vgl. *Abel* 1979, S. 138 - 160, *Raffée* 1974 und 1989, S. 1 - 46.

<sup>23</sup> Im Sinne einer problemorientierten Ausschöpfung vorhandenen theoretischen Wissens (Erklärungs- und Entscheidungsmodelle): vgl. *Abel* 1979, S. 138 - 160, *Raffée* 1974 und 1989, S. 1 - 46, *Schanz* 1977; zu einem Überblick über die Methoden und Konzepte der Betriebswirtschaftslehre vgl. *Raffée* 1974, S. 40 - 60, *Fischer-Winkelmann* 1971 sowie *Chmielewicz* 1979, *Wild* 1975, *Schanz* 1977 und 1979.

Aussagen abzuleiten, welche Verhaltensweisen von privaten Anlegern im hier definierten Sinne als rational, d.h. zielbezogen, und welche als nicht-rational zu bezeichnen sind<sup>24</sup>.

## **II. Komponenten eines Grundkonzeptes zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger**

### *1. Einführung*

Die erwähnten „Anomalien“ des Anlegerverhaltens<sup>25</sup>, die nicht nur bei individuellen Entscheidungen, sondern auch in Märkten Bestand haben, deuten auf einen Bedarf differenzierter Erklärungen zum Anlegerverhalten hin. Insbesondere genügt es nicht, Verhaltensänderungen allein aus der Veränderung ökonomischer Aggregatgrößen zu erklären oder gar zu prognostizieren. Vielmehr führt erst eine kombinierte Analyse differenziert erfaßter ökonomischer und psychologischer Faktoren zu befriedigenden Erklärungen und gegebenenfalls Prognosen (vgl. oben). Die Beobachtungen „irrationalen“ individuellen Anlegerverhaltens und des Abweichens der ökonomisch zentralen Vermittlungs- und Austauschfunktion der Börsen unter dem Einfluß menschlichen Handelns von den normativen Vorstellungen ökonomischer Gesetzmäßigkeiten sind nur scheinbar zufällig, „irrational“ oder gar unverständlich<sup>26</sup>. Ein tiefergehendes und verbessertes Verständnis von Anlegerentscheidungen kann dann in einem zweiten Forschungsschritt sowohl zu einer Erklärung von Portfeuilleentscheidungen von Anlegern (z.B.: Empfinden Anleger die Gesamtheit ihrer Anlageentscheidungen als Portfeuilleentscheidungen oder trennen sie gedanklich und real zwischen Anlageformen, ohne Portfeuilleüberlegungen anzustellen?) als auch zu einem besseren Verständnis der Preisbildungsprozesse in Finanz- und Kapitalmärkten beitragen. Die nachfolgenden Erörterungen der Komponenten eines Grundkonzeptes zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger dienen als Basis für eine empirische Analyse des Anlegerverhaltens, die bisherige empirische Befunde einbezieht und zunächst weniger allein an Marktgrößen ausgerichtet ist.

---

<sup>24</sup> Vgl. hierzu auch die Diskussion präskriptiver Qualitäten einer Theorie beschränkt rationalen Verhaltens bei Tietz 1988, S. 6 und Tietz 1991, S. 2 - 5.

<sup>25</sup> Vgl. Oehler 1992a, S. 99 - 114.

<sup>26</sup> Diese Ergebnisse sind lediglich im Rahmen ungeeigneter Erklärungsansätze unverständlich: Vgl. Wiendieck 1990. Manche Autoren gelangen zu dem Schluß, daß das Verhalten gemäß der von Neumann-Morgenstern-Axiomatik eher als Paradoxon einzustufen ist: Arkes/Hammond 1986, Schoemaker 1982.



Erste Ergebnisse solcher empirischer Analysen werden in den einzelnen Abschnitten referiert. Diese eigenen empirischen Befunde stammen aus einer schriftlichen Befragung von 822 privaten Anlegern zwischen Februar und Mai 1992, die in ihrer Eigenschaft als Studenten und Gasthörer der FernUniversität Hagen angeschrieben worden waren. Der Schwerpunkt der durchgeführten empirischen Untersuchungen konzentriert sich allerdings auf Experimente vor einem Aktienmarkthintergrund (private Anleger). Es werden verschiedene Experimente mit Ein-Zeitpunkt- und mit Mehr-Zeitpunkt-Entscheidungen durchgeführt. Mit diesen Experimenten, zu denen bereits erste Ergebnisse vorliegen und über die aus systematischen Überlegungen und aufgrund des beschränkten Umfangs eines Zeitschriftenartikels an anderer Stelle (vgl. *Oehler 1992b*) berichtet wird, werden folgende Fragestellungen und Hypothesen untersucht. Dort wird auch ausführlicher auf die theoretische Fundierung und Herleitung der hier ausgewählten Fragestellungen und Hypothesen eingegangen.

An dieser Stelle sei noch angemerkt, daß für alle durchgeführten Experimente immer nur ein Teilsegment des Kapitalmarktes, nämlich das der privaten Anleger, betrachtet wird. Insofern ist nicht nur die Analyse gestellter, sondern auch realisierter Orders in den Experimenten mit Ein-Zeitpunkt- und mit Mehr-Zeitpunkt-Entscheidungen sinnvoll. Im Gegensatz dazu wird die Betrachtung realisierter Orders auf der Ebene des Gesamtmarktes aufgrund des Ausgleiches von Angebot und Nachfrage sinnlos: So ist es z.B. nicht angebracht den weiter unten erwähnten „disposition effect“ im Gesamtmarkt zu konstatieren, da die Marktgegenseite gleichzeitig eine genau gegenläufige Verhaltensweise zeigen muß. Ohne eine theoretische Fundierung für das Verhalten aller Marktteilnehmer können sich Aussagen solcher Untersuchungen sinnvollerweise nur auf ein Teilsegment beziehen. Ein konzeptioneller Ansatz einer möglichen Erklärung des Verhaltens aller Marktteilnehmer, besonders des Zusammenspiels der Verhaltensweisen privater und institutioneller Anleger wird zusätzlich zu den weiter unten aufgeführten Fragestellungen und Hypothesen entwickelt und zu einem späteren Zeitpunkt zusammen mit den ersten Ergebnissen zu den Experimenten mit Mehr-Zeitpunkt-Entscheidungen veröffentlicht.

#### a) Experimente mit Ein-Zeitpunkt-Entscheidungen

##### Hypothese I:

Die Kursstellungen der Probanden richten sich grundsätzlich nach den jeweiligen Kursverläufen einschließlich der Grundrichtung der Kurspro-

gnose (Erwartungswert). Der vergangene Kursverlauf hat einen Einfluß auf die aktuelle Anlageentscheidung. Diese Überlegung berücksichtigt unter anderem die Ergebnisse von Schachter et al. (1987) sowie mündliche und schriftliche Äußerungen der Probanden.

HIa: „Reversals“, besonders „late reversals“, führen zu einer stärkeren Verhaltensreaktion als Kursverläufe ohne „reversals“ (z.B. bzgl. Ordervolumen in Stück und DM).

HIb: „Early reversals“ werden weniger stark beachtet als „late reversals“ (z.B. bzgl. Kursstellung).

#### Hypothese II:

IIa: Eine Erhöhung des Risikoniveaus führt im Sinne risikoaversen Verhaltens zu einer Erhöhung des relativen Anteils der sicheren Anlage am Gesamtportefeuille.

IIb: Die genannte Erhöhung des Risikoniveaus durch eine gleichmäßige Ausdehnung der Prognosespannen aller Alternativen läßt entsprechend den Aussagen der Markowitz-Portefeuilletheorie veränderte Portefeuillestrukturen für die riskanten Anlagealternativen erwarten.

#### Hypothese III:

IIIa: Eine optimistische Prognose (d.h. eine asymmetrisch positive Prognosespanne) führt zu einem geringeren relativen Anteil der sicheren Alternative am Gesamtportefeuille. Eine pessimistische Prognose (d.h. eine asymmetrisch negative Prognosespanne) führt zu umgekehrten Reaktionen.

IIIb: Eine Veränderung der Portefeuillestrukturen der riskanten Anlagealternativen wird erwartet, wenn durch die Art der Prognose die relative Streuung einzelner Alternativen und deren Verhältnis zueinander variiert.

#### Hypothese IV:

Zusätzlich zu den Prognosespannen wurden als weitere Informationen in einigen Experimenten zusätzlich die Kaufkurse garantiert, die Branchenzugehörigkeit der Alternativen (Aktiengesellschaften) genannt und einige Korrelationsinformationen gegeben.

- HIVa: Die Festlegung (Garantie) des Kaufpreises für die Alternativen führt zu einer Transaktions- und Bewertungssicherheit für die Probanden. Es wird erwartet, daß diese Risikoreduzierung zu einer Verringerung des relativen Anteils der sicheren Anlage am Gesamtportefeuille (Transaktionssicherheit) und zu einer Veränderung der Zusammensetzung des riskanten Portefeuilles (Bewertungssicherheit) führt.
- HIVb: Die Zusatzinformation der Branchenzugehörigkeit der Anlagealternativen wird sich insofern auswirken, als es zumindest einer Branche (Stahl) zum Zeitpunkt der Durchführung der Experimente wirtschaftlich schlecht ging und damit eine Verringerung des relativen Portefeuilleanteils der dieser Branche zugeordneten Alternative zu erwarten ist.
- HIVc: Aufgrund eigener Voruntersuchungen und Hinweisen in der Literatur (vgl. die Übersicht bei *Oehler* 1992, S. 107) werden durch die Nutzung von Korrelationsinformationen induzierte Veränderungen im Anlageverhalten nicht erwartet.

In Ergänzung zu den formulierten Hypothesen werden einige explorative Fragestellungen verfolgt. Hierzu zählen unter anderem die Fragen,

- ob grundsätzliche Unterschiede im Anlageverhalten
  - bei bestimmten Anlegergruppen (vermögende Private, Aktionäre) oder
  - bei Anlegergruppen mit bestimmten soziodemographischen Profilen festzustellen sind und
- ob sich bestimmte Charakteristika identifizieren lassen
  - für Anleger mit negativer Portefeuillerendite oder
  - für Anleger mit Portefeuilles nahe am Tangential-Portefeuille.

#### b) Experimente mit Mehr-Zeitpunkt-Entscheidungen

##### Hypothese I:

- HIa: Die Kursstellungen der Teilnehmer richten sich grundsätzlich nach den jeweiligen Kursverläufen einschließlich der Grundrichtung der Kursprognose (Erwartungswert). Unter anderem aufgrund der Ergebnisse der Experimente mit Ein-Zeitpunkt-Entscheidungen wird angenommen, daß die Probanden aktuelle Informationen stärker in ihr Kalkül einbeziehen als länger zurückliegende Informationen.



- HIb:** Eine Veränderung der Portfeuillestrukturen der riskanten Anlagealternativen wird erwartet, wenn in der Prognose die relative Streuung einzelner Alternativen und deren Verhältnis zueinander variiert (vgl. Experimente mit Ein-Zeitpunkt-Entscheidungen) oder sich die Kursentwicklung zwischen zwei oder mehr Alternativen deutlich verschiebt.

#### Hypothese II:

Es werden Unterschiede in den Orderkursen erwartet, die auf dem Phänomen des „endowment effect“ (vgl. die Übersicht bei *Oehler* 1992, S. 105) und auf den in anderem Zusammenhang formulierten Überlegungen von *Bart* (1978) basieren:

- IIIa:** Kaufkurse liegen niedriger als Verkaufskurse zum gleichen Zeitpunkt (in der Gesamtheit aller Orders zu einem Zeitpunkt).
- IIIb:** Kaufwillige, die einen Titel noch gar nicht im Portfeuille haben, stellen höhere Kaufkurse als solche, die bereits eine Position in diesem Titel besitzen. Dies wird sowohl inter-personal als auch intra-personal erwartet.
- IIIc:** Verkaufswillige, die einen Titel ganz aus ihrem Portfeuille eliminieren wollen, stellen höhere Verkaufskurse als solche, die nur einen Teil ihrer Position in diesem Titel verkaufen wollen. Dies wird sowohl inter-personal als auch intra-personal erwartet.

#### Hypothese III:

- IIIIa:** Das Verhältnis von limitierten zu unlimitierten Orders steigt mit zunehmender Zahl der Entscheidungszeitpunkte aufgrund einer zunehmend besseren Einschätzung der zukünftigen Kursentwicklung.
- IIIIb:** Die Ausführungsquote bei den limitierten Orders steigt mit zunehmender Zahl der Entscheidungszeitpunkte.

#### Hypothese IV:

Es werden bestimmte Verhaltensweisen / Strategien der Anleger erwartet:

- HIVa:** Es wird aufgrund eigener Voruntersuchungen und Ergebnissen z.B. von *Andreassen* (1987, 1988) eine Strategie des „tracking“

(Kaufen bei fallenden Kursen, Verkaufen bei steigenden Kursen) vermutet.

- HIVb: Das Phänomen („Anomalie“) des „disposition effect“ (Zahl und Stück-Volumen der Verkauforders bei Kursanstieg höher als bei Kursrückgang) wird aufgrund von Voruntersuchungen und der Ergebnisse von *Weber / Camerer* (1991) vermutet. Dieser Effekt wird mit höherem Zeitdruck und damit kürzeren Entscheidungszeiträumen (ggfs. kurzsichtigere Verhaltensweisen; vgl. *Oehler* 1992, S. 100) stärker auftreten.

Der „disposition effect“ harmoniert dabei mit der Verkaufsseite des oben beschriebenen „tracking“. Ergänzende Erklärungen zum „disposition effect“ auf Basis der Ergebnisse der Leistungsmotivationsforschung werden angestrebt.

- HIVc: Aufgrund eigener Voruntersuchungen und empirischer Ergebnisse (vgl. die Übersicht bei *Karpoff* 1987) wird vermutet, daß stärkere Kursbewegungen zu höheren Umsatzvolumina (höhere Stück-Volumina der Orders) führen als geringfügigere Kursveränderungen.

#### Hypothese V:

- HVa: Die meisten Teilnehmer können sich aufgrund der limitierten Informationsaufnahme und -verarbeitung nur mit zwei bis drei Alternativen gleichzeitig beschäftigen.
- HVb: Daraus resultiert bei vielen Anlegern eine relativ hohe Konzentration auf zwei bis drei verschiedene riskante Anlagen im Portefeuille.
- HVc: Zeitdruck führt bei der Mehrzahl der Anleger zu einer geringeren Anzahl von Alternativen im Portefeuille bzw. zu einer stärkeren Konzentration auf wenige Titel (vgl. *Oehler* 1992, S. 110).

#### Hypothese VI:

Eine Nutzung von Korrelationsinformationen wird kaum zu beobachten sein (vgl. Experimente mit Ein-Zeitpunkt-Entscheidungen). Aufgrund der limitierten Informationsaufnahme und -verarbeitung der Probanden ist zu vermuten, daß die meisten Teilnehmer im Sinne der auf *Markowitz* (1959) zurückgehenden Portefeuilletheorie ineffiziente Portefeuilles halten und

mit ihren Portefeuilles relativ weit vom effizienten Rand aller Portefeuilles entfernt und damit auch nicht in der Nähe des Tangential-Portefeuilles liegen.

#### Hypothese VII:

Eine direkte und ergebnisabhängige Entlohnung der Teilnehmer führt nicht zu grundsätzlich anderen Verhaltensweisen (Kursstellung (Höhe und Streuung), Ordervolumen und -anzahl, Anzahl limitierter Orders, Portefeuillestruktur incl. Anteil der sicheren Anlage) (vgl. die ausführliche Erörterung des Problems der Entlohnung in Experimenten bei Oehler 1991c, S. 14).

Zusätzlich zu den formulierten Hypothesen wird im Sinne explorativer Fragestellungen unter anderem untersucht, ob grundsätzliche Unterschiede im Verhalten von Anlegern

- bei kurz- oder langfristigen, vorgegebenen Kursprognosen,
- bei Kursvorgaben (Transaktions- und Bewertungssicherheit) oder Kursstellung durch die Teilnehmer,
- bei bestimmten Anlegergruppen (z.B. vermögende Private, Aktionäre) und
- bei Anlegergruppen mit bestimmten soziodemographischen Profilen bestehen.

Die bereits angesprochene Befragung von privaten Anlegern verfolgt zum einen das Ziel, Aufschluß über die wichtigsten Bestimmungsgrößen des realen Anlegerverhaltens zu gewinnen (vgl. unten) und zum anderen dient diese Erhebung einer kombinierten Auswertung mit den verschiedenen Experimenten mit Ein-Zeitpunkt- und mit Mehr-Zeitpunkt-Entscheidungen. Wesentliche, mit der Befragung in der ersten Zielsetzung untersuchte Fragestellungen werden in den folgenden Abschnitten jeweils vor der Präsentation der ersten Ergebnisse aufgeführt.

Bei der Erhebungsgesamtheit der Befragung (und bei den Probanden der Experimente) handelt es sich nicht um die von Präsenzuniversitäten her bekannte Studentenpopulation. Vielmehr übten zum Zeitpunkt der Befragung über 80 % aller Teilnehmer eine Vollzeitbeschäftigung aus. 10 % der Teilnehmer waren selbständig oder freiberuflich tätig, 5 % arbeiteten als Hausfrau oder Hausmann, alle anderen Berufstätigen waren abhängig beschäftigt (65 % als Angestellte, 18 % als Beamte, 2 % als Arbeiter). Das persönliche Monatsnettoeinkommen der Probanden liegt im Durchschnitt<sup>27</sup>



bei ca. 3000 DM<sup>28</sup>, das persönliche Geldvermögen liegt im Durchschnitt<sup>29</sup> bei ca. 43 200 DM<sup>30</sup>. Insofern können die Personen der Erhebungsgesamtheit als geeignet für die Untersuchung privaten Anlegerverhaltens bezeichnet werden. Die Probanden weisen zudem einen im Vergleich zum Bundesdurchschnitt höheren Aktienanteil im Geldvermögen-Portefeuille von 14 % statt 8 % auf. Es soll jedoch nicht verschwiegen werden, daß die Probanden hinsichtlich des Geschlechts (statt 48 % im Bundesdurchschnitt 75 % Anteil Männer), des Alters (überproportional viele jüngere Anleger) sowie der Bildung (universitätsbedingt fast nur Personen mit Abitur oder höheren Abschlüssen) nicht als repräsentativ für die Gesamtbevölkerung bezeichnet werden können, was der Zielsetzung der Untersuchung aber eher förderlich ist<sup>31</sup>.

Abbildung 1 gibt einen Überblick über den grundsätzlichen Zusammenhang zwischen den einzelnen Komponenten, die in den folgenden Abschnitten im Lichte der einschlägigen (verhaltenswissenschaftlich orientierten) Ansätze im Schrifttum vor allem anhand verfügbarer empirischer Befunde erläutert werden.

## 2. Anlegerverhalten

Im Sinne eines Grundkonzeptes zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger sind zwei Ebenen zu unterscheiden:

- Zum einen läßt sich das (stichtags- bzw. prozeßbezogene) aktuelle Anlegerverhalten untersuchen und
- zum anderen beeinflußt vergangenes Verhalten gleichzeitig das aktuelle und zukünftige Verhalten eines Anlegers.

Insofern existieren Feedback-Prozesse zwischen dem vergangenen Verhalten und den personenbezogenen Einflußfaktoren mit Wirkung auf das aktuelle Anlegerverhalten (Abbildung 1).

<sup>27</sup> Es wurde nach einer Einordnung in Einkommensklassen gefragt. Der Durchschnitt errechnet sich aus den Klassenmitten.

<sup>28</sup> Bei mindestens 60 % mutmaßlich Alleinveranlagten: laut Angaben zum (familiären) Lebensstand.

<sup>29</sup> Es wurde nach einer Einordnung in Vermögensklassen gefragt. Der Durchschnitt errechnet sich aus den Klassenmitten.

<sup>30</sup> Der vergleichbare Bundesdurchschnitt liegt bei ca. 31 200 DM. In die Berechnung des Geldvermögens einbezogen wurden Sparformen, Termineinlagen, Festverzinsliche, Aktien und Fonds-Anteile; für die Ermittlung des vergleichbaren Bundesdurchschnitts lagen Zahlen der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1990 zugrunde. Bargeldbestand und Sichtguthaben blieben außer Ansatz.

<sup>31</sup> Zu ausführlichen Informationen zur Operationalisierung der im folgenden erörterten Einflußgrößen sowie zum Gesamtdesign vgl. *Oehler 1992b*.



Am deutlichsten konkretisieren *Frey* und Mitarbeiter<sup>34</sup> diesen Aspekt von Entscheidungen in ihrem „ipsativen Modell menschlichen Verhaltens“. Es werden zwei Entscheidungsprozeßphasen postuliert: „In der ersten (und entscheidend wichtigen) Phase legt die Person die für sie persönlich relevanten – die ipsativen (von lat. „ipse“, selbst) – Alternativen fest. In einer nachfolgenden zweiten Phase trifft sie die Wahl zwischen diesen Alternativen“<sup>35</sup>.

Empirische Forschungsergebnisse zum individuellen Anlegerverhalten sind nur wenige bekannt. Zwar gibt es zahlreiche globale Statistiken über die Geldvermögensbildung und den Geldvermögensbestand der gesamten Bevölkerung. Außerdem existieren ältere amerikanische Untersuchungen unter anderem auch zum Anlage- und Portefeuillebildungsverhalten von Haushalten und Individuen. Am bekanntesten ist hier die Wharton Survey, deren Ergebnisse in *Blume / Friend* (1978) interpretiert und aufbereitet sind. Auf die Frage, wieviele Aktientitel die Anleger in ihrem Depot haben, kommt die Wharton Survey von 1975 zu dem Ergebnis, daß ein Depot einer in Aktien anlegenden Familie im Durchschnitt weniger als vier verschiedene Titel enthält<sup>36</sup>. *Fama* (1976, 252 ff.) führt für den gleichen (den U.S.-amerikanischen) Aktienmarkt an, daß erst bei 15 Titeln ein optimales Verhalten im Sinne der neoklassischen Kapitalmarkt- und Portefeuilletheorie zu attestieren wäre.

Für den bundesdeutschen Raum liegen nur sehr wenige Ergebnisse zum individuellen Anlage- und Portefeuilleverhalten vor. Einige Untersuchungen beziehen sich auf die Aktionärsstruktur börsennotierter Aktiengesellschaften<sup>37</sup> oder nur auf sehr grobe Segmente von Anlegern<sup>38</sup>.

Eine grobe Analyse privaten Anlegerverhaltens für die Bundesrepublik (alte Länder) kann eingeschränkt mit den Daten des Spiegel-Verlages durchgeführt werden. Diese Untersuchung berücksichtigt nicht nur Wertpapiere, sondern auch andere Anlageformen, ohne daß jedoch Portefeuillestrukturen analysierbar sind. Ob ein Anleger seinen gesamten Anlagebesitz allerdings als Portefeuille versteht und dementsprechend handelt, ist jedoch z.B. durch die erwähnten Ergebnisse der Forschung zum „mental accounting“<sup>39</sup> und die Befragungsergebnisse zur bewußten Diversifikation in der

<sup>34</sup> Vgl. *Frey* 1988, S. 180 - 205, *Frey* 1990b, 181 ff., *Frey / Foppa* 1986, S. 137 - 160, *Frey / Heggli* 1989, S. 1 - 20; vgl. auch *Jacoby / Kuß / Mazurski / Troutman* 1985.

<sup>35</sup> *Frey* 1990b, S. 182.

<sup>36</sup> Vgl. auch die Ergebnisse in *Blume / Friend* 1975, S. 585 - 603.

<sup>37</sup> Vgl. z.B. *Iber* 1987, *Leverkus* 1969.

<sup>38</sup> Vgl. die Auswertungen der Daten der Deutschen Bundesbank bei *Oehler / Mesel* 1990, S. 560 - 565.

<sup>39</sup> Vgl. die Erörterung bei *Oehler* 1992a, S. 106.



Wharton Survey<sup>40</sup> in Frage gestellt und bedarf weiterer Forschungsarbeit im Rahmen einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung.

### 3. Umweltsituation

Die Komponente Umweltsituation teilt sich in zwei Bereiche auf: die externen Informationen und die soziale Situation.

#### a) Externe Informationen

Eine wesentliche Ausgangsbasis für den Anlageentscheidungsprozeß von privaten Investoren sind die von außen zur Verfügung stehenden Informationen. Einem Anleger stehen gesamtwirtschaftliche und einzelwirtschaftliche Informationen unterschiedlichster Informationsquellen zur Verfügung:

- Zu den gesamtwirtschaftlichen Informationen zählen unter anderem Daten zur allgemeinen wirtschaftlichen Lage wie die Wachstumsrate des Bruttosozialproduktes, die Kennzahlen für den Arbeitsmarkt, der Zustand der Handelsbilanz, die Verschuldung der öffentlichen Haushalte, die Kennzahlen der Preis- und Zinsentwicklung, die relativen Veränderungen der Weltwährungen, die Entwicklung der Löhne etc. Die empirischen Analysen von *Asprem*<sup>41</sup> zeigen einen teilweise deutlichen Zusammenhang zwischen makroökonomischen Variablen und der Aktienkursentwicklung in verschiedenen Ländern auf.

Ferner wird die gesamtwirtschaftliche Situation durch politische Prozesse beeinflusst, so daß politische Informationen ebenfalls in Anlegerentscheidungen Berücksichtigung finden können. Zu diesem Bereich zählen z.B. Änderungen in Regierungszusammensetzungen, von politischen Mehrheiten in Wahlen, von Gesetzen (besonders, wenn sie den Anlagebereich betreffen) oder der Ausbruch und das Führen von Kriegen<sup>42</sup>.

- Zu den einzelwirtschaftlichen Informationen zählen zunächst die Daten zu den einzelnen Anlageformen und – damit eng verbunden – zu den sie anbietenden bzw. sie emittierenden Unternehmen. Betrachtet man bei-

<sup>40</sup> Vgl. *Blume/Friend* 1978.

<sup>41</sup> Vgl. *Asprem* 1989, S. 589 - 612.

<sup>42</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Analyse von *Schachter/Hood/Gerin/Andreassen/Rennert* 1985, S. 339 - 345, die unter anderem die Auswirkungen der U.S.-amerikanischen Präsidentenwahlen und von Flugzeugkatastrophen auf Stückumsätze und Kurse an der New York Stock Exchange untersuchen.

spielsweise börsennotierte Aktien als Anlageobjekt bzw. Handlungsalternative eines Anlegers, so stehen grundsätzlich alle Informationen des aktienrechtlichen Jahresabschlusses und die Informationen aus Hauptversammlungen und unterjährigen Firmenberichten (z.B. Quartalsberichte) zur Verfügung.

Desweiteren verwenden Anleger Daten zu aktuellen und vergangenen Kursnotierungen, zu aktuellen und vergangenen Dividendenausschüttungen und zur Schwankungsbreite dieser Werte in der Vergangenheit. Ähnliche Informationen sind z.B. für Immobilien oder Investmentfondsanteile verfügbar.

In diesem Zusammenhang seien Untersuchungsergebnisse erwähnt, die zeigen, daß Anleger in Aktienmärkten entgegen den Aussagen der „efficient market hypothesis“<sup>43</sup> historische Kursdaten verwenden<sup>44</sup>. *Schachter / Quelle / Whittle / Gerin* (1987) dokumentieren, daß Anleger in Aktienmärkten durchaus einem in vergangenen Kursformationen wahrgenommenen Trend folgen und *Maital / Filer / Simon* (1986) stellten fest, daß dies selbst dann der Fall ist, wenn Anleger als Probanden in einem Experiment wußten, daß die Kurse jeder Periode unabhängig voneinander sind.

Statistische Untersuchungen mit Daten des U.S.-amerikanischen und des britischen Aktienmarktes für die vergangenen 60 Jahre (1926 - 1988) konstatieren für mittel- bis langfristige Zeiträume das Phänomen der „mean-reversion“: „If the stock prices or the index levels contain a temporary component, then they tend to revert to their trends in the long run...“ (*Jegadeesh* 1991, S.1428). Die Hypothese der mean-reversion steht damit im Widerspruch zur efficient-market-Hypothese<sup>45</sup>.

Die mean-reversion-Hypothese weist eine Verwandtschaft zu der an anderer Stelle<sup>46</sup> erörterten „Anomalie“ des regressiven Denkens/Verhaltens von Anlegern auf. Auch die in der institutionellen Anlagepraxis weit verbreitete technische Analyse untersucht historische Kursverläufe, um den sogenannten „richtigen“ Zeitpunkt für eine Anlageentscheidung im Aktienmarkt („timing“) zu bestimmen. Im Zuge der technischen Analyse wird dabei aus vergangenen Umsatz- und Kursdaten versucht, Trend-, Umkehr- oder Konsolidierungsinformationen der Aktienkursentwicklung zu gewinnen. Diese Vorgehensweise basiert auf der Annahme, daß die Vergangen-

<sup>43</sup> Vgl. z.B. *Brealey/Myers* 1981, *Fama* 1970, S. 383 - 417 und 1976, *Grossman/Stiglitz* 1980, S. 397 - 408, *Lee/Shleifer/Thaler* 1990.

<sup>44</sup> Vgl. das Experiment von *Kroll/Levy/Rapoport* 1988b, S. 388 - 410.

<sup>45</sup> Vgl. *Poterba/Summers* 1988, S. 27 - 59; *Fama/French* 1988, S. 246 - 273; *Jegadeesh* 1991, S. 1427 - 1444 sowie *De Bondt/Thaler* 1989, S. 189 - 202.

<sup>46</sup> Vgl. *Oehler* 1992a, S. 103.

heitsdaten eines Wertpapiers dessen „Börsenschicksal“ widerspiegeln und es typische Verhaltensweisen von Anlegern gibt, die sich im Zeitablauf wiederholen und deswegen aus den historischen Daten Hinweise für zukünftige Kursentwicklungen eines Wertpapiers abgeleitet werden können.

Für die Verfahren der technischen Analyse sowie daraus abgeleitete Verhaltensregeln (Anlageregeln) und für Verhalten gemäß der Hypothese der mean-reversion gilt in ähnlicher Weise, daß sich solche Verhaltensweisen im Sinne einer self-fulfilling prophecy auf Marktebene besonders dann als brauchbar zu erweisen scheinen, wenn sich viele Anleger nach ähnlichen Verfahren richten und gleichzeitig viele Anleger erwarten, daß andere Anleger ihre Erwartungen und Verhaltensweisen nach ähnlichen Methoden und Regeln ausrichten<sup>47</sup>.

Weiterhin ist in diesem Kontext externer Informationen an die an anderer Stelle<sup>48</sup> erörterten „Framing“-Effekte zu erinnern, die bei der Wahrnehmung der Umweltinformationen eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen. So kommen unter anderem *Levin / Johnson / Davis* (1987)<sup>49</sup> in ihren Untersuchungen zur Formulierung bzw. Präsentation von Informationen über unsichere Handlungsalternativen zu dem Schluß, daß die Art der Formulierung eines Ereigniseintritts (als Gewinn oder Verlust oder beides) einen deutlichen Einfluß auf die Alternativenwahl von Entscheidern hat.

Im Kontext der Informationspräsentation ist zu ergänzen, daß in jüngerer Zeit auch in der Bundesrepublik von Kapitalnachfragern (vor allem von Aktiengesellschaften) eine gezielte Informationspolitik betrieben wird, die unter den Schlagworten „Investor Relations“ oder „Aktien-Marketing“ bekannt ist. In diese Bemühungen werden besonders auch Kleinanleger<sup>50</sup> einbezogen<sup>51</sup>.

Der zweite Bereich einzelwirtschaftlicher Informationen umfaßt Vergleichsdaten der eben genannten Informationen aus der Branche eines Unternehmens (Durchschnitte, vergleichbare Unternehmen). Auch hier bestehen ähnliche Vergleichsmöglichkeiten für andere Anlageobjekte wie Immobilien oder Fondsanteile.

Die genannten Informationen können Anleger – meist in Verbindung mit den unterschiedlichsten Interpretationen und Aufbereitungen bzw. Kenn-

<sup>47</sup> Vgl. sinngemäß auch bei *Shleifer / Summers* 1990, S. 23 sowie die Erörterung bei *Oehler* 1992a, S. 111.

<sup>48</sup> Vgl. *Oehler* 1992a, S. 101.

<sup>49</sup> Vgl. auch *Fagley / Miller* 1987, S. 264 - 277, *Levin* 1987, S. 85 - 86, *Levin / Johnson / Russo / Deldrin* 1985, S. 362 - 377.

<sup>50</sup> Vgl. *Oehler / Mesel* 1990, S. 560 - 565.

<sup>51</sup> Vgl. z.B. *Beiertz* 1991, S. 36, *Heinisch* 1990, S. 1, *Kley* 1990, S. B16.



zahlen – aus sehr verschiedenen Informationsquellen beziehen. Neben Printmedien wie Tageszeitungen, Wirtschaftszeitungen, einschlägigen Zeitschriften oder Anlage- und Börsenbriefen stehen viele Informationen in elektronischen Medien wie Bildschirmtext oder Fernsehen (z.B. SAT 1 „Tele-Börse“) zur Verfügung. Zudem berücksichtigen Anleger Informationen aus dem eigenen sozialen Umfeld (Familie, Freunde, Bekannte, Kollegen) und von Beratern ihrer Bankverbindung(en). Die große Mehrheit dieser Informationsquellen geben nicht in erster Linie Primärinformationen, wie sie weiter oben genannt wurden, ab, sondern stellen Sekundärinformationen verbunden mit Interpretationen, Empfehlungen, Ratschlägen und Erfahrungen zur Verfügung (siehe soziale Situation).

In der angesprochenen eigenen Erhebung bei privaten Anlegern wurde unter anderem auch nach der Nutzung verschiedener Informationsquellen bei der Geldanlage gefragt. Die Frage bestand aus 11 unterschiedlichen Informationsquellen, die nach ausführlichen Pretests zusammengestellt worden waren und den vier Gruppen von Informationsquellen Finanzintermediäre (Kreditinstitute, Bausparkassen, Versicherungen), Familien- und Bekanntenkreis, Medien sowie emittierende Unternehmen zugeordnet werden können. Die durch eine Konfigurationsfrequenzanalyse zusammengefaßten Antworten ergeben folgende Kombinationen in der Nutzung von Informationsquellen zur Geldanlage bei den Probanden (Abbildung 2):

Nutzung von Informationsquellen – Kombinationen	Relative Häufigkeit in %
fin/fam/med	23
fin/fam/med/unt	21
fin/med	19
fin/med/unt	17
weitere 9 Kombinationen	zusammen 20

Legende: fin = Finanzintermediäre  
fam = Familie/Bekannte  
med = Medien  
unt = Unternehmen

*Abb. 2: Nutzung von Informationsquellen zur Geldanlage*

Die Ergebnisse in Abbildung 2 zeigen zunächst, daß Finanzintermediäre und Medien durchgängig in den vier meistgenannten Kombinationen von Informationsquellen zur Geldanlage zu finden sind. Trennt man die Proban-

den nach der Nutzung der entsprechenden Kombination von Informationsquellen und analysiert, wie sich bei diesen vier Gruppen die Anlagen in Aktien, Festverzinsliche, Termineinlagen, Sparformen und Fonds-Anteile unterscheiden, dann zeigen sich einige deutliche Unterschiede im realen Anlageverhalten (Abbildung 3)<sup>52</sup>.

Probandengruppen nach der Nutzung von Informationsquellenkombinationen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portefeuille in %				
	Sparformen	Termineinlagen	Festverzinsliche	Aktien	Fonds-Anteile
fin/fam/med	38	22	23	10	7
fin/fam/med/unt	35	13	22	16	15
fin/med	39	17	26	11	8
fin/med/unt	28	14	26	16	16
Alle Befragten	35	17	23	14	11

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

Legende: fin = Finanzintermediäre  
 fam = Familie/Bekannte  
 med = Medien  
 unt = Unternehmen

*Abb. 3: Nutzung von Informationsquellen zur Geldanlage und Portefeuillestruktur des Geldvermögens*

Abbildung 3 zeigt eine Ähnlichkeit zwischen der ersten und der dritten sowie zwischen der zweiten und der vierten Gruppe von Probanden. Diejenigen Anleger, die die zweite oder vierte Kombination von Informationsquellen nutzen (besonders Informationen von emittierenden Unternehmen), weisen einen höheren Portefeuilleanteil an Aktien und Fonds-Anteilen und einen entsprechend niedrigeren Anteil an Sparformen und Termineinlagen auf (*t*-Test-Ergebnisse: Spar:  $t = 2,35/1 - \alpha = 0,95$ ; Termin:  $t = 3,09/1 - \alpha = 0,99$ ; Festv.: nicht signif. auf  $1 - \alpha = 0,95$ ; Aktien:  $t = -3,41/1 - \alpha = 0,99$ ; Fonds:  $t = -4,57/1 - \alpha = 0,99$ ). Ein Unterschied beider Teilnehmergruppen besteht bei den Sparformen und den Festverzinslichen. Die Gemeinsamkeit der Gruppen eins und drei besteht dagegen in einem überdurchschnittlichen

<sup>52</sup> Im Rahmen der Befragung wurde das Engagement in Fonds-Anteile getrennt nach Aktien-, Renten- und gemischten Fonds-Anteilen erfragt und erst später zusammengefaßt.

Engagement in Sparformen und Termineinlagen und entsprechend unterdurchschnittlichen Anteilen von Aktien und Fonds. Der Unterschied zwischen diesen beiden Anlegergruppen besteht bei Termineinlagen und Festverzinslichen. Ergänzt man diese Analysen um Ergebnisse aus der Erhebung soziodemographischer Variablen, dann läßt sich feststellen, daß die Unterschiede zwischen den Anlegergruppen unter anderem durch die Variablen Alter, (familiärer) Lebensstand und Einkommen erklärt werden können. Die vierte Gruppe ist durch überdurchschnittliches Alter und deutlich häufigere Partnerschaften (verheiratet, zusammenlebend) gekennzeichnet, die Teilnehmer der zweiten und vierten Gruppe verdienen monatlich netto mehr als die Probanden der ersten und dritten Gruppe (vgl. unten), außerdem haben erstere deutlich häufiger Mehrfachbankverbindungen.

#### b) Soziale Situation

Zur Untersuchung von Einflüssen der sozialen Umwelt auf das Anlegerverhalten liegt die Verwendung des Bezugsgruppenkonzeptes nahe. Dieses seit Anfang der vierziger Jahre ständig weiterentwickelte Konzept hat sich besonders in der Kelley'schen Variante der komparativen und normativen Bezugsgruppen durchgesetzt<sup>53</sup>.

Mit komparativen Bezugsgruppen werden diejenigen Gruppen bezeichnet, die für das jeweilige Individuum eine Vergleichsbasis darstellen. Damit ist ein Standard beschrieben, den ein Anleger zur Definition und Beurteilung einer Situation, vor allem der eigenen Position in dieser Situation, benutzt. Komparative Bezugsgruppe kann auch eine soziale Schicht oder ein einzelnes Individuum (Bezugsperson) sein<sup>54</sup>.

Wirksam wird der Einfluß einer komparativen Bezugsgruppe durch Vergleiche, die der einzelne Anleger mit dieser durchführt und die das Anspruchsniveau des Anlegers beeinflussen. Wird der Unterschied zwischen den Vorstellungen und den Realisierungsmöglichkeiten eines Entscheiders im Vergleich zur Bezugsgruppe zu groß, so kann dies zu einem Bezugsgruppenwechsel führen. *Festingers* Theorie der „Social Comparison Processes“ versucht solche Sachverhalte zu erklären. So wird z.B. angenommen, daß mit zunehmender Diskrepanz zwischen Vorstellungen, Fähigkeiten und Möglichkeiten eines Entscheiders und solchen der Bezugsgruppe die Tendenz zum Vergleich abnimmt. Kein Bezugsgruppenwechsel, sondern die

---

<sup>53</sup> Vgl. *Hyman* 1968, S. 147 - 165, *Kelley* 1952, S. 410 - 414 und 1968, S. 77 - 83; *Merton/Kitt* 1950, S. 42 - 51, vgl. zu den folgenden Ausführungen auch *Oehler* 1990 a, S. 86 - 88.

<sup>54</sup> Vgl. *Shibutani* 1973, S. 299 - 309, *Hörning* 1970.



Änderung des Anspruchsniveaus wird postuliert, wenn ein Entscheider mit einer Bezugsgruppe oder Bezugsperson mithalten kann oder muß<sup>55</sup>. Die beschriebenen Vergleichsprozesse können grundsätzlich dann einen ungünstigen Verlauf nehmen, wenn ein „mithalten müssen“ an die Grenzen der Möglichkeiten eines Anlegers stößt, weil der Muß-Standard der komparativen Bezugsgruppe zu stark vom Standard, den der Entscheider erreichen kann, abweicht. *Albert* charakterisiert die Folgen solcher Fälle als Enttäuschungen oder Gefühle der relativen Deprivation. Diese können als Spezialfälle von Festingers Theorie der kognitiven Dissonanz verstanden werden<sup>56</sup>.

*Hörning* bezeichnet normative Bezugsgruppen oder Bezugspersonen als Quellen von Normen und Werten, die als Bezugsrahmen für Entscheider dienen<sup>57</sup>. Orientiert sich ein Anleger z.B. an Standards einer höheren sozialen Schicht, so kann diese als positive (normative) Bezugsgruppe angesehen werden. Mißachtet ein Individuum Standards einer solchen Bezugsgruppe jedoch bewußt, so wird von einer negativen (normativen) Bezugsgruppe gesprochen.

Im Zusammenhang mit den sozialen Einflüssen auf das Anlegerverhalten verdienen Meinungsführer als Bezugspersonen besondere Beachtung. Solche „opinion leader“ haben bereits bei der Informationssuche, vor allem aber bei der Entscheidung(-shilfe) Bedeutung. Meist liegen zwischen Informationsproduzenten und Entscheidern – so eine Hypothese, die ursprünglich der Wahlforschung entstammt<sup>58</sup> – mehrstufige Kommunikationsbeziehungen, die von Meinungsführern gestaltet werden. Zu dieser Informationstransformations- bzw. -relaisfunktion von Meinungsführern kommt noch deren Verstärkungsfunktion aufgrund ihres persönlichen Einflusses hinzu<sup>59</sup>.

Mit der Frage nach den Wirkungsmöglichkeiten von Meinungsführern (siehe Teil 2: Person des Anlegers) ist die Fragestellung eng verknüpft, welche Personen oder Personenkreise als Meinungsführer fungieren und welche Einflußmöglichkeiten diese auf das Anlegerverhalten jeweils haben. Es liegt nahe, sich auf diejenigen Personen zu konzentrieren, mit denen sich Anleger zu identifizieren versuchen, also Personen mit Referenzmacht<sup>60</sup>.

Empirische Untersuchungen unter anderem von *Kaas* (1973) zeigen, daß eine Bevölkerung bis zu 25 % aus Meinungsführern bestehen kann. Dies bedeutet, daß bei empirisch vorgefundenen Gruppengrößen von durch-

---

<sup>55</sup> Vgl. *Festinger* 1954, S. 117 - 140, *Katona* 1962.

<sup>56</sup> Vgl. *Albert* 1965, S. 139 - 198.

<sup>57</sup> Vgl. *Hörning* 1970.

<sup>58</sup> Vgl. *Katz* 1968, S. 337 - 350, *Arndt* 1973, S. 331 - 347, *Lazarsfeld et al.* 1948.

<sup>59</sup> Vgl. *Hörning* 1970.

<sup>60</sup> Vgl. *Schanz* 1977, *French/Raven* 1968, S. 259 - 269.

schnittlich drei bis fünf Individuen in Freundes- und Nachbarschaftsgruppen im Durchschnitt mindestens eine Person je Gruppe Meinungsführer wäre. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß dieser Durchschnittswert sich nicht in einer einzigen Person manifestieren muß, sondern die Meinungsführerschaft nach Objektbereichen (Geldanlage, Mode, Kochrezepte, etc.) differiert und nicht an eine einzige Person gebunden sein muß. Empirisch wurde weiterhin die Tatsache ermittelt, daß Meinungsführer zwar eher höheren Einkommens- und Bildungsniveaus letztlich jedoch den gleichen sozialen Schichten entstammen wie Meinungsgeführte. Der Beeinflussungsvorgang ist somit ein horizontaler Prozeß, im Gegensatz zur schichtübergreifenden Wirkung massenmedialer Kommunikation. Meinungsführern wird ein besonders hohes Interesse an sozialer Interaktion zugeschrieben. Aufgrund des beobachtbaren Informationsverhaltens von Meinungsführern ist das Konzept der Referenzmacht um das der Expertenmacht zu erweitern, die sich Meinungsführer aus speziellen Informationsquellen erschließen<sup>61</sup>. Zu Meinungsführern, die einen bedeutenden Einfluß auf Anlageentscheidungen haben können, sind deshalb nicht nur Personen der sozialen Bezugsgruppen wie Familien-, Freundes-, Kollegen- oder Bekanntenkreis zu zählen, sondern auch sogenannte Anlageexperten wie Anlageberater oder Kundenbetreuer von Geldinstituten.

Der besondere Einfluß von Anlageberatern bzw. Anlageexperten von Finanzdienstleistern oder solchen, die ihre Meinungen und Empfehlungen über elektronische oder Printmedien verbreiten wird ansatzweise auch in verschiedenen empirischen Untersuchungen deutlich.

*Blume / Friend* (1978) stellen in ihrer Studie fest, daß der Kauf von Aktien eines Unternehmens durch einen institutionellen Investor einen größeren Einfluß auf den Kauf oder das Halten solcher Aktien ausübt als steigende Kurse dieser Wertpapiere. *Baker und Haslem* (1973) stellten in einer Befragung fest, daß über 60 % der Anleger Informationen und Empfehlungen von Finanzdienstleistern hohe Bedeutung beimessen. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt die Studie der ADIG (1974) für deutsche Anleger: Für über 60 % der Anleger sind die Informationen ihres Geldinstitutes ausschlaggebend. Eine nicht repräsentative Erhebung von *Oehler* (1990 b) kommt zu dem Ergebnis, daß mehr als die Hälfte der Anleger sich stark an den Empfehlungen von Anlageberatern orientieren<sup>62</sup>.

In unserer eigenen empirischen Erhebung wurde auch nach dem Mitwirkungsgrad von Anlageberatern der Kreditinstitute gefragt. Während 29 %

<sup>61</sup> Vgl. *Kaas* 1973, *Katz / Lazarsfeld* 1955, *Rogers* 1962, *Katona* 1962, *Wiswede* 1972, *French / Raven* 1968, S. 259 - 269.

<sup>62</sup> Vgl. *Oehler* 1990 b, S. 493 - 497.

der Probanden angaben, ohne jeden Einfluß von solchen Anlageberatern ihr Geld anzulegen, äußerten 62 % der Befragten, daß sie immerhin die Vorschläge ihrer Anlageberater prüfen und erst dann – selbständig – Anlageentscheidungen treffen. 9 % der Anleger investieren ihr Geld erst nach ausführlichen Beratungen mit den Mitarbeitern ihrer Bankverbindung(en) (vgl. auch II.4.a. c)).

*Schachter / Hood / Andreassen / Gerin* (1986) untersuchten in diesem Kontext den Einfluß von Anlageempfehlungen und Marktanalysen, die in Printmedien zu lesen waren. Solche „recommendations of financial experts“ haben, so stellen die Autoren fest, entgegen der Aussagen der „efficient market theory“, Kursreaktionen zur Folge. Untersucht wurde die Wirkung der Empfehlungen in der Kolumne „Heard on the Street“ (HOTS) des Wall Street Journal. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen *Liu / Smith / Syed* (1990), die die Preiswirkungen der gleichen Kolumne analysierten: „The results of the study indicate that the HOTS column appears to have an impact on stock prices on the publication day; however, we also find a smaller, but statistically significant, impact on two days preceding the publication. The significant abnormal returns on these days are associated with higher trading volume. The reaction of stock prices is symmetric with respect to the buy and sell recommendations, and the impact of single-company recommendations is greater than the impact of the multi-company recommendations.“

Ein weiterer interessanter Aspekt des Einflusses der sozialen Umwelt von Anlegern ist der (gegenseitige) Einfluß von (Ehe-) Partnern auf Anlageentscheidungen. Folgt man den Untersuchungen von *Davis* und *Rigaux* (1974) sowie nachfolgend von *Meffert* und *Dahlhoff* (1987) und *Dahlhoff* (1980), die sich allerdings vor allem auf die Konsumsphäre eines Haushaltes konzentrieren<sup>63</sup>, so ist die Beteiligung von Partnern an Entscheidungen sowohl von der Phase des Entscheidungsprozesses als auch vom Entscheidungsobjekt abhängig. Der jeweilige geschlechtsspezifische Partnereinfluß variiert über die verschiedenen Entscheidungsphasen und führt bei unterschiedlichen Entscheidungsalternativen zu verschiedenen Beteiligungen der Partner am Entscheidungsprozeß. Verallgemeinernd kommen die zitierten Autoren zu dem Schluß, daß in der Tendenz das Zusammenwirken bei solchen Entscheidungen oft erst im Anschluß an eine Informationssuch- und -verarbeitungsphase stattfindet, mithin bereits eine Vorauswahl (siehe unten, Vorentschei-

---

<sup>63</sup> In diesen Untersuchungen besitzen für die vorliegende Arbeit daher nur die Entscheidungen für Lebensversicherungen und Bausparverträge sowie Sparformen Relevanz.



dungstheorie) von Alternativen von dem einen oder anderen Partner getroffen worden ist.

Die in diesem Themenbereich weniger differenziert ausgelegte Studie des Spiegel-Verlages (1989) dokumentiert, daß bei Entscheidungen, die Alltagsfinanzen betreffen, die befragten Männer häufiger als die befragten Frauen angeben, daß der jeweilige Partner die alltäglichen Finanzgeschäfte erledigt. Andererseits betonen die befragten Frauen etwa doppelt so häufig wie die befragten Männer, daß die Informationsbeschaffung bei Anlageentscheidungen bezüglich Aktien oder Investmentfondsanteilen gemeinsam vorgenommen wird. Außerdem messen Frauen ihren Partnern deutlich stärkere Anteile an der Informationsbeschaffung für andere Anlagealternativen wie Immobilien, Lebensversicherungen, Bausparverträge oder festverzinsliche Wertpapiere zu als umgekehrt Männer ihren Partnerinnen.

Eine andere sehr allgemein gehaltene Untersuchung kommt sogar zu dem Schluß, daß Partnerinnen in fast Dreiviertel aller Fälle von Alltagsfinanzentscheidungen alleine zuständig sind, aber sie Geldanlageentscheidungen in noch nicht einmal einem Fünftel aller Fälle allein treffen<sup>64</sup>.

Die geringen empirischen Befunde lassen keine nach verschiedenen Anlageformen differenzierten Aussagen über das partnerschaftliche Entscheidungsverhalten zu. Daher wurde in unserer eigenen empirischen Erhebung diese Fragestellung entsprechend ausführlich berücksichtigt. Im Rahmen des Forschungsprojektes wird aufgrund theoretischer Überlegungen und bisheriger empirischer Befunde eine stärkere Beteiligung von Männern als von Frauen an Entscheidungsprozessen bei allen Anlageformen angenommen. Diese Vermutung besteht besonders für Wertpapieranlagen.

Zum Themenbereich der partnerschaftlichen Anlageentscheidungen bzw. der wechselseitigen Beteiligung an solchen Entscheidungen liegen erste Ergebnisse aus der durchgeführten Erhebung vor. Die Thematik wurde in mehreren Fragen operationalisiert.

Eine zentrale Fragestellung forderte die Teilnehmer auf, den geschätzten Prozentanteil ihrer Mitwirkung an den Entscheidungsprozessen (Informationssuche, Alternativenwahl, Entscheidung im engeren Sinne) für die einzelnen Anlageformen zu notieren. Diese Prozentanteile sollten nicht nur für die eigene Person, sondern auch für den jeweiligen Partner sowie für nahestehende Dritte (Eltern, Geschwister) angegeben werden. Abbildung 4 zeigt die ersten Ergebnisse für die ausgewählten vier Anlageformen<sup>65</sup>. Die einzel-

---

<sup>64</sup> Vgl. *Globus* 1989, S. 387.

<sup>65</sup> Für diese und alle weiteren Analysen werden nur die bereits erörterten fünf Geldvermögensgrößen herangezogen. In der Analyse der Entscheidungsbeteiligung

nen Prozentsätze addieren sich aufgrund der hier nicht dargestellten Kategorie „Dritte“ teilweise auf weniger als 100 %.

Entscheidungen über Anlageformen	Entscheidungsbeteiligung in der Einschätzung aller Befragten in %	
	Frauen	Männer
Sparformen <sup>a)</sup>	48	51
Termineinlagen <sup>b)</sup>	44	54
Festverzinsliche <sup>c)</sup>	40	54
Aktien <sup>d)</sup>	33	61

*t*-Tests: <sup>a)</sup>: nicht signif. auf  $\alpha = 0,95$ ; <sup>b)</sup>:  $t = -4,03 / \alpha = 0,99$ ; <sup>c)</sup>:  $t = -5,33 / \alpha = 0,99$ ;  
<sup>d)</sup>:  $t = -8,54 / \alpha = 0,99$

*Abb. 4: Entscheidungsbeteiligung in der Einschätzung aller Befragten*

Abbildung 4 zeigt, daß im Durchschnitt aller Befragten Männer einen höheren Anteil an den Entscheidungsprozessen der einzelnen Anlageformen zugerechnet wird. Die Ergebnisse differieren jedoch nach den verschiedenen Anlageformen. Während bei Sparformen ein fast ausgewogenes Beteiligungsverhältnis von 48 % (Frauen) zu 51 % (Männer) vorherrscht, verschiebt sich dieses Verhältnis zuungunsten der weiblichen Entscheider auf 33 % (Frauen) zu 61 % (Männer) bei Aktien.

(Fortsetzung im nächsten Heft)

### Zusammenfassung

Der erste Teil dieses Beitrags beschreibt die theoretischen und konzeptionellen Erwägungen einer gründlichen Untersuchung von Verhaltensweisen privater Investoren.

Auf der Grundlage einer breit angelegten Literaturübersicht erörtern die Autoren die wichtigsten Bestimmungsgründe für Verhaltensweisen privater Investoren unter Betonung der Verbindungen zwischen Einflüssen aus dem Umfeld des Investors (d. h. externe Informationen, soziales Umfeld) und Einflüssen, die durch die „persönlichen Charaktereigenschaften des Investors“ bedingt sind (d. h. persönliche Veranlagung, soziodemographische und sozioökonomische Merkmale).

gleichen sich die Ergebnisse für Aktien und Fonds-Anteile, so daß nur die Ergebnisse für Aktien dargestellt werden. Die Analyse der Kategorie „Dritte“ erfolgt zu einem späteren Zeitpunkt.

Dieser erste Teil des Artikels konzentriert sich auf das Umfeld privater Investoren sowie die Auswirkungen externer Informationen und des sozialen Umfelds (z.B. Beteiligung von Haushaltsmitgliedern an Finanzentscheidungen).

Diese grundlegenden Erwägungen werden an Hand gewisser erster empirischer Ergebnisse aus einer umfassenden Erhebung aus dem Jahr 1992 dargelegt.

### Summary

The first part of this paper describes the theoretical and conceptual considerations of an in-depth study on private investor behavior.

Based on a broad literature survey the authors discuss the main determinants of private investor behavior stressing the links between influences from the "environment of the investor" (i. e. external information, social environment) and from "personal characteristics of the investor" (i. e. personal disposition, sociodemographic and socioeconomic characteristics).

This first part of the article concentrates on the environment of private investors, the impact of external information and of the social environment (e. g. the participation of household members in financial decisions).

This basic considerations are illustrated by some first empirical results from a large survey in 1992.

### Résumé

Le premier part de l'article décrit les considérations théoriques et conceptionnelles d'une étude solide sur la ligne de conduite des investisseurs privés.

Sur la base d'un vaste aperçu littéraire les auteurs discutent les raisons les plus importantes pour des lignes de conduite des investisseurs privés en mettant l'accent sur les relations entre des influences venant de l'arrière-plan de l'investisseur (c'est à dire, des informations externes, l'arrière-plan social) et des influences dû à la «qualité de caractère de l'investisseur» (c'est à dire, prédispositions personnelles, caractéristiques socio-économiques et socio-démographiques).

Ce premier part de l'article se concentre sur l'arrière-plan des investisseurs privés ainsi que sur les conséquences que l'ont des informations externes et l'arrière-plan social (par exemple participation d'autres membres du ménage aux décisions financières).

Ces considérations fondamentales sont présentées en s'appuyant sur premiers résultats empiriques venant d'une recherche approfondie de l'année 1992.