

Überlegungen zu einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung (Teil II)

Ein Erklärungsansatz zum Anlegerverhalten

Von Michael Bitz und Andreas Oehler

In Heft 2/1993 stellten die Autoren ein Grundkonzept zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger auf der Basis einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung vor. Nach einer Darstellung der Vorgehensweise und der Grundstrukturen des zugrundeliegenden Forschungsprojektes wurde ein erstes Bündel von Einflußfaktoren zur Erklärung des privaten Anlegerverhaltens, die Umweltsituation der Anleger, erörtert und mit eigenen empirischen Ergebnissen komplettiert.

Der folgende zweite Teil des Aufsatzes beschäftigt sich nunmehr mit dem zweiten Determinantenbündel des privaten Anlegerverhaltens, der Person des Anlegers. In die Erörterung einzelner Einflußfaktoren werden wiederum eigene empirische Ergebnisse eingebunden. Es schließt sich eine Zusammenfassung beider Teile des Aufsatzes und das gesamte Literaturverzeichnis an.

4. Person des Anlegers

Bereits in Abbildung 1 wird angedeutet, daß die Komponente „Person des Anlegers“ zu analytischen Zwecken in mehrere Fraktionen zu unterteilen ist:

- die persönliche Disposition mit ihren Bestandteilen
 - motivationale Faktoren
 - kognitive Faktoren
 - emotionale Faktoren und
- die persönliche Situation.

a) Persönliche Disposition

Im verhaltenswissenschaftlichen Schrifttum werden emotionale, motivationale und kognitive Faktoren menschlichen Verhaltens unterschieden¹. Emotionen und Motive werden (von manchen Autoren zusammen mit Einstellungen) als aktivierende intrapersonale Variable bezeichnet, zu den kognitiven Prozessen zählen die bereits angesprochene Wahrnehmung und Verarbeitung sowie die Speicherung von Informationen (einschließlich Lernen und Problemlösen).

aa) Emotionale Faktoren des Anlegerverhaltens

Der Begriff der Emotion beschreibt innere Erregungsvorgänge, die angenehm bzw. unangenehm empfunden werden können und unterschiedlich bewußt erlebt werden. Es sind in diesem Kontext auch die Begriffe Affekte, Gefühle und psychische Erregungen gebräuchlich. Emotionen lassen sich nach der Intensität, der Art, der Gerichtetheit und der Dauer kennzeichnen². Die neuere emotionstheoretische Forschung sieht die Quelle von Emotionen in biologischen Faktoren. Bevorzugte Untersuchungsbereiche sind das aktuelle Zusammenwirken von Emotionen beim menschlichen Handeln und die emotionalen Einflüsse auf den Verlauf kognitiver Prozesse sowie auf die individuelle Leistungsfähigkeit³. *Reykowski* (1973) nennt als gesicherte Forschungsergebnisse über den Zusammenhang von Emotionen und Verhalten, daß sie

- für die Anregung von Problemlösungsprozessen Bedeutung haben,
- zu einer quantitativen Zunahme und teilweise zu einer Beschleunigung intellektueller Prozesse beitragen können und in ihrer selektiven Wirkung Assoziationsprozesse fördern,
- den Erwerb bestimmter Informationen begünstigen können und bestimmte Beziehungen zu Personen, Gegenständen, Situationen oder Orten bilden helfen sowie
- mit zunehmender Stärke zunächst eine physische Leistung ansteigen lassen können bevor sie ab einer bestimmten Aktivierungsstärke wieder abfällt.

¹ Vgl. *Oehler* 1990 a, S. 41 ff. und die dort zitierte Literatur, vgl. auch dort für die folgenden Ausführungen.

² Vgl. *Hilgard/Atkinson* 1967.

³ Vgl. *Behrens* 1985, S. 249 - 260, *Rutschmann* 1986, S. 54 - 57.

Die Wirkung emotionaler Faktoren auf das Anlegerverhalten, vor allem von Stimmungen, wurde bereits an anderer Stelle ausführlich erörtert⁴.

bb) Motivationale Faktoren des Anlegerverhaltens und Einstellungen

Eng verbunden mit emotionalen Vorgängen sind Motive. Unter Motivation wird der Beweggrund für ein bestimmtes Verhalten verstanden. Motive werden sowohl als Antriebe eines Verhaltens als auch als Bedürfnisse bezeichnet. Sie haben ebenfalls (psychisch) aktivierende Funktion und tragen zu einer Zielorientierung menschlichen Verhaltens bei⁵.

Motive werden in zwei Kategorien unterschieden:

- Primäre Motive sind biogene, nichterlernte Bedürfnisse, die mit der Existenz eines Individuums in Zusammenhang stehen (Hunger, Durst).
- Sekundäre Motive sind erlernte Bedürfnisse, die mit der Befriedigung primärer Bedürfnisse direkt oder indirekt verbunden sind (z. B. Gelderwerb, Vorsorge).

Motivationstheoretische Ansätze versuchen die Frage zu beantworten, wodurch ein Individuum motiviert wird⁶. Motive werden als Antriebe menschlichen Verhaltens bezeichnet. Zwischen den verschiedenen motivationstheoretischen Richtungen ist umstritten, inwieweit kognitive Motivationskomponenten zum Motivationsvorgang gerechnet werden sollen. Eine umfassende Einbeziehung nicht nur der aktivierenden Komponenten, sondern auch der kognitiven Komponenten der Motivation, so wie sie die kognitiv-theoretische Sicht der Motivation fordert, führt zu einer weitgehenden Deckungsgleichheit der Begriffe Einstellung und Motivation. Daran ist zu kritisieren, daß die durch eine faktische Gleichsetzung der beiden Begriffe hervorgerufene hauptsächliche Betrachtung der Zielorientierung menschlichen Verhaltens vor allem kognitive Motivationskomponenten nicht aber mehr die unbewußten Antriebe, die aktivierenden Komponenten, abbildet⁷.

Für die hypothetischen Konstrukte Motiv bzw. Motivation und Einstellung läßt sich zusammenfassend festhalten, daß erst mit einer strukturierten, kognitiven Beurteilung eines Objektes eine Haltung als Einstellung definiert ist. Bei der Verwendung des Motivationsbegriffes wird im allgemeinen das aktivierende Verhalten, bei der Verwendung des Einstellungsbe-

⁴ Vgl. *Oehler* 1991 a, S. 61 - 68 und *Oehler* 1991 d, S. 602 - 605.

⁵ Vgl. *Thomae* 1965.

⁶ Vgl. *Wiswede* 1973, *Heckhausen* 1977, S. 296 - 313.

⁷ Vgl. *Kroeber-Riel* 1984.

griffes mehr das kognitive Verhalten betont. Einstellung lässt sich damit als das Konstrukt mit der größeren kognitiven Reichweite verstehen (siehe unten, kognitive Faktoren).

Für die hier vorliegenden Untersuchungen zum Anlegerverhalten sind vor allem die sekundären Motive relevant, wobei allerdings primäre Bedürfnisse wie ein allgemeines Sicherheitsstreben und andere⁸ solche sekundären und anlegerspezifischen Motive überlagern können. In Abgrenzung dazu werden die bei den kognitiven Faktoren erörterten Ziele von Anlegern als eine Konkretisierung solcher Motive verstanden⁹.

Ausgehend von der Keynes'schen Unterscheidung¹⁰, lassen sich drei Hauptgruppen von Motiven (privater) Anleger differenzieren:

- das Vorsorgemotiv,
- das Transaktions-, Zweckspar- oder Konsummotiv und
- das Spekulationsmotiv.

Zum *Vorsorgemotiv* zählen Motive wie

- Rücklagen für Notfälle (Krankheiten, Unfälle),
- eigene Altersvorsorge,
- Vorsorge für die Familie bzw. die Kinder,
- Vorsorge gegen Arbeitslosigkeit.

Zum *Zweckspar- oder Konsummotiv* zählen Motive wie

- Ansparen für große Reisen oder Urlaub,
- Rücklagen für große Anschaffungen (Auto, Immobilien),
- Rücklagen für die Ausbildung der Kinder (z. T. auch „Vorsorge“).

Zum Spekulations- oder *Geldanlagemotiv* i. e. S.¹¹ zählen Motive wie

⁸ Vgl. Oehler 1990a, S. 91 und die dort zitierte Literatur; vgl. auch Raffée et al. 1982, S. 500: „need for safety“, „need for consistency“, „need for cognitive clarity“, „achievement motivation“ etc.

⁹ Vgl. hierzu z. B. auch Hauschildt 1977, S. 9, der unter Zielen Aussagen mit normativem Charakter versteht, die einen vom Entscheider gewünschten und angestrebten zukünftigen Zustand der Realität beschreiben. In der Literatur zum Anlegerverhalten werden allerdings die Begriffe Motive und Ziele häufig undefiniert nebeneinander verwendet. Werden Untersuchungsergebnisse zitiert, bei denen keine Unterscheidung vorgenommen wird, so werden die Ergebnisse entsprechend den obigen Definitionen zitiert.

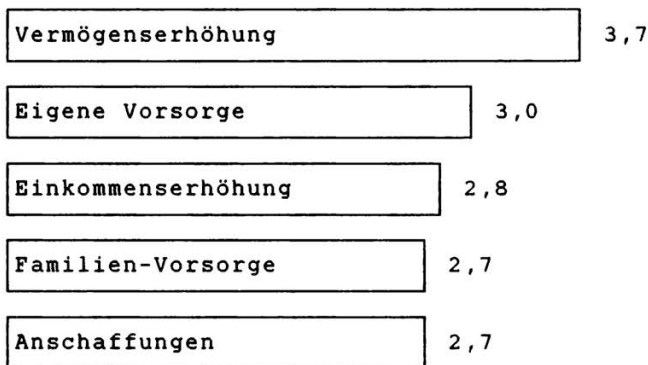
¹⁰ Vgl. Keynes 1936, S. 156.

¹¹ Vgl. Szallies 1990, S. 127 - 133.

- die Anlage von Geld ausschließlich zur Vermögens- und/oder Einkommenssteigerung oder
- die Rücklage von Geld ohne bestimmten Zweck.

Ergebnisse der drei Untersuchungen des *Spiegel*-Verlages (1980, 1984, 1989) zeigen eine Dominanz der ersten Motivgruppe. Mehr als die Hälfte der Befragten legen Geld für Notfälle zurück oder wollen sich langfristig absichern¹², die Bedeutung der beiden Motive ist aber leicht rückläufig. Die Studien der *Stern*-Anzeigenabteilung (Stern 1985, 1987, 1989) dokumentieren, daß deutlich mehr als die Hälfte der befragten Bundesbürger eine finanzielle Absicherung im Falle von Arbeitslosigkeit und ein finanziell gesichertes Alter für besonders wichtig erachten. Die zweite Motivgruppe spielt jedoch mit zunehmendem Wohlstand der privaten Haushalte eine keinesfalls untergeordnete Rolle.

In der von uns durchgeführten Befragung wurden die Probanden gebeten, die Wichtigkeit verschiedener Anlage- bzw. Sparmotive auf einer 5er-Skala von 1 (= unwichtig) bis 5 (= sehr wichtig) anzugeben. Die zehn nach Pretests ausgewählten Items werden für die folgenden Ausführungen mittels einer Faktorenanalyse zu fünf Motivgruppen zusammengefaßt. Die Mittelwerte dieser fünf Motivgruppen gibt Abbildung 5 wieder.



Legende: 1 = unwichtig
5 = sehr wichtig.

Abb. 5: Fünf Motivgruppen und ihre Wichtigkeit

¹² Die ältere Untersuchung der *ADIG* 1974 dokumentiert diese Zahlen für vorhergehende Zeiträume; vgl. auch die *EMNID*-Untersuchungen von 1976 und 1979, *Franck* 1981, S. 198 - 205.

Weitere Auswertungen zeigen erwartungsgemäß, daß das Motiv der Vermögenserhöhung mit steigendem Monatsnettoeinkommen an Bedeutung gewinnt, während Ansparmotive an Bedeutung verlieren¹³.

Entsprechend den bisherigen Ausführungen wird erwartet, daß die geäußerten Einschätzungen der Wichtigkeit der verschiedenen Motivgruppen ihren Niederschlag in den jeweils gehaltenen Portfeuillestrukturen finden. Es ist zu vermuten, daß Vorsorge- und Ansparmotive eher durch Sparformen befriedigt werden, während zur Befriedigung von Vermögens- und Einkommensmotiven eher Wertpapiere im Portfeuille zu finden sein werden. Die in Abbildung 6 wiedergegebenen Befragungsergebnisse bestätigen in der Tendenz diese Überlegungen.

Anlageformen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portfeuille in % und Einschätzung von Motivgruppen als wichtig*					
	verm ^{a)}	vorsei ^{b)}	eink ^{c)}	vorsfa ^{d)}	anscha ^{e)}	Alle
Sparformen	31	42	31	39	42	35
Termineinlagen	16	19	18	16	14	17
Festverzinsliche	24	18	23	24	22	23
Aktien	16	12	19	10	14	14
Fonds-Anteile	12	10	10	11	9	11

* wichtig: = Stufe 4 und 5 der Skala von 1 = unwichtig bis 5 = sehr wichtig.

t-Tests: ^{a)} Spar: $t = 3,86/\alpha = 0,01$; Termin und Festv.: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; Aktien: $t = 3,91/0,01$; Fonds: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$;

^{b)} Spar: $t = -2,12/\alpha = 0,05$; Termin: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; Festv.: $t = 2,51/0,01$; Aktien und Fonds: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$;

^{c)} Spar: $t = 2,44/\alpha = 0,01$; Termin und Festv.: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; Aktien: $t = -3,95/\alpha = 0,01$; Fonds: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$;

^{d)} Spar: $t = -1,83/\alpha = 0,05$; Termin und Festv.: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; Aktien: $t = 2,96/\alpha = 0,01$; Fonds: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$;

^{e)} Spar, Termin, Festv., Aktien und Fonds: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Legende: verm = Vermögenserhöhung
vorsei = Eigene Vorsorge
eink = Einkommenserhöhung
vorsfa = Familien-Vorsorge
anscha = Anschaffungen

Abb. 6: Wichtigkeit von Motivgruppen und Portfeuillestruktur des Geldvermögens

¹³ Eine Analyse der Motivgruppen in Abhängigkeit vom Alter und vom (familiären) Lebensstand der Befragten vgl. unten.

Die in den einzelnen Spalten der Abbildung 6 aufgetragenen Motivgruppen mit den zugehörigen Portfeuilleledaten stammen von Probanden, die die jeweilige Motivgruppe als (sehr) wichtig bezeichnet haben (Stufe 4 und 5 der Skala von 1 = unwichtig bis 5 = sehr wichtig). Aus Abbildung 6 läßt sich erkennen, daß diejenigen Anleger, die Vermögens- und Einkommensmotive für (sehr) wichtig erachten, unterdurchschnittliche relative Anteile an Sparformen und überdurchschnittliche relative Anteile an Aktien im Portfeuille halten. Dagegen liegt der relative Anteil an Sparformen überdurchschnittlich hoch, wenn die Vorsorge- und Ansparmotive als (sehr) wichtig eingeschätzt werden.

Aus den Untersuchungen zur *Leistungsmotivationsforschung*¹⁴ lassen sich einige Ergebnisse auch für Anlegerentscheidungen ableiten¹⁵, die in Zusammenhang mit der bereits kurz erörterten Festlegung von Anspruchsniveaus bzw. Referenzgrößen in Anlageentscheidungsprozessen stehen¹⁶:

Im Rahmen der Diskussion von „Anomalien“ menschlichen Verhaltens¹⁷ wurde erwähnt, daß im Verhalten von Entscheidern beobachtet werden kann, daß eine Anpassung nach oben stattfindet, wenn Erfolge eintreten und nach unten vorgenommen wird, wenn Mißerfolge vom Anleger hingenommen werden müssen. Gleichzeitig sind solche Anpassungsprozesse häufig mit Überschätzungen der Erfolgswahrscheinlichkeiten nach realisierten Erfolgen und von Mißerfolgswahrscheinlichkeiten nach realisierten Verlusten verbunden¹⁸. Allerdings zeigen insbesondere Anleger mit dominantem Mißerfolgsmotiv (d.h. mit der dominanten Motiventendenz einer „Furcht vor Mißerfolg“ im Gegensatz zur Motiventendenz einer „Hoffnung auf Erfolg“) auch atypische Reaktionen: sie korrigieren bei Mißerfolgen ihr Anspruchsniveau nach oben und bei Erfolgen nach unten. Solche Anleger sind dann bereit, unter der Hinnahme von Verlusten größere Risiken einzugehen, während sie bei Gewinnen den Umfang ihrer Risikoübernahme verringern (Meidung mittleren Risikos)¹⁹. Als atypisch sind solche Reaktionen aber nur zu bezeichnen, wenn kein Wandel in den Zielen angenommen wird. Solche atypischen Verhaltensweisen sind dann auf das Bestreben der Anleger zurückzuführen, den gegenwärtigen Status beizubehalten²⁰. Die Übernahme

¹⁴ Vgl. z.B. *Atkinson* 1957, S. 359, der von „motive to achieve and motive to avoid failure“ spricht, und *Heckhausen* 1963, *Schröder* 1986.

¹⁵ Vgl. *Oehler* 1991 a, S. 33 - 36 und die dort zitierte Literatur.

¹⁶ Vgl. auch weiter unten zur Zielbildung; insofern handelt es sich hier um ein Zusammenwirken motivationaler und kognitiver Faktoren.

¹⁷ Vgl. *Oehler* 1992 a, S 97 - 113.

¹⁸ Vgl. hierzu auch die Ausführungen zum „Hindsight“-Bias und zum „Overconfidence“-Effekt.

¹⁹ Vgl. hierzu *Atkinson* 1957 und 1975, *Heckhausen* 1965, *Kirsch* 1970.

größerer Risiken (und damit verbundener größerer Chancen) ist dann unter anderem aus einer Art Streben nach Verlustreparation heraus zu verstehen²¹.

Die Erwartungshaltung bezüglich Erfolg oder Mißerfolg wird durch zwei Dimensionen bestimmt, nämlich zum einen die spezifische Erwartung, die durch zurückliegende Erfolgs- und Mißerfolgserfahrungen (sogenannte Bekräftigungserfahrungen) in gleichen oder ähnlichen Situationen determiniert wird und zum anderen die generalisierte Erwartung, die aus ähnlichen Verhaltens-Bekräftigungs-Sequenzen in verschiedenen Situationen entsteht²². Die spezifischen Bekräftigungserfahrungen bedingen dann unterschiedliche Selbstkonzepte bezüglich der Fähigkeiten des Anlegers, die gesetzten Ziele erreichen zu können (sogenannte Handlungskompetenz). Die verschiedenen generalisierten Erwartungshaltungen werden vor allem dadurch verfestigt und verstärkt, indem die Art der Kausalbeziehungen zwischen den gewählten Handlungsweisen und den Handlungskonsequenzen, also die Ursachen für Erfolg und Mißerfolg, wahrgenommen werden. *Heider* konnte hierzu in seinen Arbeiten zur Attribuierungstheorie zeigen, daß dabei entscheidend ist, ob eine Handlungskompetenz (Erfolg oder Mißerfolg) auf externale (Umwelt) oder internale (Person) Faktoren zurückgeführt wird²³.

²⁰ Vgl. oben zum „Status-Quo“-Bias und zur Lageorientierung *Oehler* 1992 a, S. 101 und *Berg* 1972, *Shefrin/Statman* 1985 b, S. 777 - 792. Vgl. die bereits weiter oben angesprochenen Prozesse der Anpassung bei *Kupsch* 1973, S. 204 - 210.

²¹ Vgl. hierzu die inhaltliche Verwandtschaft zu den „Anomalien“ der „loss aversion“ und des „disposition effect“ in der Erörterung bei *Oehler* 1992 a, S. 104 - 105.

Die Folgen solcher entweder unrealistisch niedriger oder überhöhter Anspruchsniveaus kennzeichnen *Esser/Kremer/Spangenberg* (1979, S. 74 - 75): „Ein sehr niedriges wie auch ein (am Fähigkeitenpotential gemessen) stark überhöhtes Anspruchsniveau besitzt ... einen nur geringen Informationsgehalt, d.h. es besitzt kaum die Möglichkeit, ein erzieltes Handlungsergebnis als Rückmeldung über die eigene Handlungsfähigkeit bzw. die Richtigkeit bestimmter Handlungsstrategien zur Zielerreichung zu werten. Eine informative Attribuierung von Handlungsergebnissen auf internale Faktoren ist kaum möglich. Der Erfahrungswert ist gering, da keine Informationen über die Instrumentalität von Handlungen gewonnen werden können. Insbesondere das Erleben von Erwartungsenttäuschungen wird verhindert durch die große Menge der als nicht frustrierend tolierten Handlungsergebnisse bei sehr niedrigen Anspruchsniveaus oder durch den geringen Realitätsgrad und der damit verbundenen großen psychischen Distanz bei stark überhöhtem Anspruchsniveau. Umstrukturierungsprozesse im kognitiv-motivationalen wie im Verhaltensbereich werden deshalb bei Mißerfolg nicht angeregt, was apathische Formen der Anpassung zur Folge hat.“

²² Vgl. *Rotter* 1954, *Meyer* 1973; vgl. zu Erwartungen auch die Erörterungen in *Oehler* 1992 a, S. 109 - 113 und 1991 d, S. 604 - 605.

²³ Vgl. *Heider* 1958, *Rotter* 1966, S. 1 - 28, *Rotter/Seeman/Liverant* 1962, S. 473 - 516, *Weiner* 1976.

Weiner zeigt in Ergänzung zu diesen Forschungsergebnissen, daß als zweite wichtige Einflußgröße für die Verstärkung und Verfestigung generalisierter Erwartungshaltungen die wahrgenommene Variabilität bzw. Stabilität der internalen und externalen Faktoren relevant ist²⁴. Rotter führt aus, daß es vom wahrgenommenen „Ort“ der *Handlungskontrolle* („locus of control“, „internal versus external control of reinforcement“²⁵) abhängt, ob eine auf internale Faktoren attribuierte kausale Beziehung zwischen Verhaltensweisen und Handlungskonsequenz hergestellt werden kann und damit Bekräftigung als Konsequenz eigener Handlungen des Entscheiders erlebt wird²⁶. „Internale Kontrolle liegt dann vor, wenn Ereignisse als primär durch eigenes Verhalten beeinflußt perzipiert werden; externale Kontrolle liegt vor, wenn Ereignisse als primär durch außerhalb der Person liegende Kräfte beeinflußt perzipiert werden“²⁷.

Die Handlungskontrolle ist als fundamentales Grundbedürfnis bzw. als zentraler Wert eines Individuums einzuschätzen. Ein wahrgenommener Kontrollverlust der relevanten Umwelt führt daher zur Verletzung eines zentralen Wertes²⁸. Vor allem in einer Arbeit von *Osterreich* (1981) wird ein solches Konstrukt der Handlungskontrolle spezifiziert. Er geht von einem anthropologisch bedingten Streben aus, Kontrolle über die Umwelt zu erhalten und zu erweitern. Dadurch wird auch die bereits erörterte Kontroll- oder Handhabungskompetenz ausgebildet, also das Wissen um erfolgreiche Problemlösungsstrategien (vgl. kognitive Faktoren).

Für die erörterten dominant erfolgs- oder mißerfolgsorientierten Anleger läßt sich damit weiter ausführen, daß sie sich durch spezifische Attribuerungsmuster unterscheiden. So werden erfolgsmotivierte Personen Erfolge ihrer Verhaltensweisen eher auf internale Faktoren wie Fähigkeiten oder Anstrengungen zurückführen und ihre Mißerfolge eher auf variablen internalen oder externalen Faktoren wie mangelnder Anstrengung oder den Zufall attribuieren. Anleger mit dominantem Mißerfolgsmotiv werden ihre Handlungserfolge dagegen eher auf externale Faktoren wie ein einfaches Anlageproblem oder auf den Zufall zurückführen und Mißerfolge in der Tendenz stabilen internalen oder externalen Faktoren wie mangelnden Fähigkeiten oder einem schwierigen Anlageproblem zuschreiben²⁹. Diese

²⁴ Vgl. *Weiner* 1976; vgl. auch *Hageböck/May/Jungermann* 1986, S. 95 - 106.

²⁵ Vgl. zur Handlungskontrolle bzw. „Illusion of control“ auch in *Oehler* 1992 a, S. 104.

²⁶ Vgl. *Lefcourt* 1966, S. 206 - 220, *Maital* 1982, *Rotter* 1966, S. 1 - 28, *Rotter/Seeman/Liverant* 1962, S. 473 - 516.

²⁷ *Esser/Kremer/Spangenberg* 1979, 72. Vgl. auch *De Charms* 1968.

²⁸ Vgl. auch die Erörterungen in *Oehler* 1992 a, S. 109 - 113 und 1991 d, S. 604 - 605.

²⁹ Vgl. auch die psychologischen Arbeiten von *Weiner* 1975, *Weiner et al.* 1971, *Weiner/Kukla* 1970, S. 1 - 20, *Weiner/Potepan* 1970, S. 144 - 151.

spezifischen Attribuierungsmuster determinieren eine Asymmetrie im Affekterleben der Anleger mit dominantem Mißerfolgsmotiv, indem sie im Vergleich zu Erfolgsmotivierten im Falle eines Erfolges einen schwächeren positiven Affekt erleben (letztere führen diesen stärker auf sich selbst zurück) und der im Falle des Mißerfolgs erlebte negative Affekt in seiner Stärke dem der Erfolgsmotivierten ähnlich ist (letztere nehmen diesen aber eher als veränderbar an)³⁰. Insofern lassen sich die erfolgsmotivierten Anleger auch als Personen mit wahrgenommener Handlungskompetenz und die Anleger mit dominantem Mißerfolgsmotiv als Personen mit wahrgenommenem Mangel an Handlungskompetenz kennzeichnen (eine solche Zweiteilung in Erfolgsmotivierte und Mißerfolgsmotivierte dient dabei in erster Linie analytischen Zwecken und der klareren Darstellung; in der Realität sind nicht alle Anleger eindeutig in diese beiden Gruppen zu trennen).

Die an anderer Stelle³¹ aufgezeigten „Anomalien“ und die weiter unten diskutierten Risikoinhalte von Geldanlageformen (z. B. Volatilitäten) deuten darauf hin, daß Anleger unter Risiko mehr verstehen als nur die Möglichkeit künftiger Einkommens- oder Vermögensverluste³². Im analytischen Grenzbereich zwischen motivationalen und kognitiven Faktoren des Anlegerverhaltens ist das *Streß*-Phänomen von Anlegern zu berücksichtigen. Der Wahrnehmung von Risiken geht das Empfinden einer Inkonsistenz oder Disharmonie voraus³³. Ein Anleger empfindet Streß, bevor ein möglicher Schaden bzw. Verlust eingetreten ist³⁴. Solche Verletzungen des „need for consistency“³⁵ entstehen, wenn die tatsächlichen oder erwarteten Anforderungen nicht mit dem jeweiligen Leistungspotential des Anlegers übereinstimmen. Empfinden Anleger eine solche Situation der Konsistenzstörung als bedrohlich, dann sehen sie keine Möglichkeit, die Diskrepanz zwischen Anforderungen und Potential zu verringern. Wird dagegen eine solche Anlagesituation als Herausforderung empfunden, dann sind Anleger aktiv bestrebt, die Diskrepanz zu verkleinern. „Je dominanter die Bedrohungs-komponente im Vergleich zur Herausforderungskomponente der Empfindung von Streß ist, desto größer wird das Risiko sein, das ein Wirtschaftssubjekt dem gerade betrachteten möglichen künftigen Schaden zuordnet“³⁶.

³⁰ Vgl. Meyer 1969, S. 328 - 348, Weiner 1976, Weiner/Kukla 1970, S. 1 - 20.

³¹ Vgl. Oehler 1992 a, S. 100 - 113.

³² Vgl. zur Berücksichtigung sozialer oder psychischer Risiken im Anlegerverhalten Oehler 1991 a, S. 10 - 15 und die dort zitierte Literatur.

³³ Vgl. die Erörterung der Anwendung des Problemhandhabungsansatzes auf das Anlegerverhalten in Oehler 1991 a, S. 36 - 48.

³⁴ Vgl. Selye 1980, S. 163 - 187, Schubert 1990, S. 496 - 509.

³⁵ Raffee et al. 1982, 500.

³⁶ Schubert 1990, S. 500.

Dabei unterschätzen Anleger solche Risiken, wenn sie ihre eigenen Fähigkeiten zur Kontrolle potentieller Verluste überschätzen (vgl. oben). Mit *Rothbaum/Weisz/Snyder* (1982) sind zwei Formen der wahrgenommenen Kontrollierbarkeit zu unterscheiden³⁷:

- Die primäre Kontrollierbarkeit bezieht sich auf die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Verlusten. Eine Überschätzung hat hier die bekannte Reaktion „it won't happen to me“ zur Folge³⁸.
- Die sekundäre Kontrollierbarkeit bezieht sich auf das Ausmaß eingetretener Verluste. Eine Überschätzung liegt dann vor, wenn ein Anleger die bekannte Reaktion zeigt: „it won't matter to me“.

cc) Kognitive Faktoren des Anlegerverhaltens

Zu den kognitiven Faktoren des Anlegerverhaltens zählen unter anderen

- Erlebnisse und Erfahrungen (Lernprozesse und ihre Ergebnisse),
- Wahrnehmungs- und Verarbeitungsleistungen sowie Gedächtnis- und Erinnerungsleistungen einschließlich Assoziationen, Einstellungen, die kognitive Komplexität und die Zielbildung.

Die Bedeutung von Erfahrungen und Erlebnissen von Anlegern in ihren Entscheidungsprozessen wurde bereits bei der Erörterung der „Anomalien“ menschlichen Verhaltens³⁹ und im Zusammenhang mit der Leistungsmotivation hervorgehoben, so daß auf weitere Ausführungen an dieser Stelle verzichtet werden kann. Ergänzend sei hier nur angemerkt, daß durch assoziative Verknüpfungen auch Erfahrungen in Entscheidungssituationen wie Glücksspielen und Wetten eine Rolle bei Anlegerentscheidungen spielen können⁴⁰.

Die kognitiven Faktoren der zweiten Gruppe stellen eine weitere wichtige Determinantengruppe des Anlegerverhaltens dar. Zusammen mit den Faktoren der ersten Gruppe baut ein Anleger unter anderem sein subjektives Wissen über Anlagealternativen und Anlagesituationen auf. Gleichzeitig beeinflussen diese Faktoren die Bewertung von Alternativen und schließlich das Anlegerverhalten entscheidend.

Eine wichtige Voraussetzung ist dabei die Aufnahme von primären und sekundären Informationen aus unterschiedlichsten Informationsquellen

³⁷ Vgl. auch die Erörterung bei *Bungard/Schultz-Gambard* 1990, S. 140 - 161.

³⁸ Vgl. *Rothbaum/Weisz/Snyder* 1982, S. 5 - 37, *Slovic/Fischhoff/Lichtenstein* 1982, S. 83 - 93.

³⁹ Vgl. *Oehler* 1992a, S. 100 - 113.

⁴⁰ Vgl. *MacCrimmon/Wehrung* 1986, S. 10 - 30.

(vgl. Teil I, 3. a)). Der Einfluß solcher Informationen auf Anlegerentscheidungen hängt unter anderem davon ab, wie hoch die Bereitschaft ist, Meinungen, Empfehlungen und ähnliche Informationen von anderen zu übernehmen und sich nach diesen zu richten⁴¹. Eine solche Bereitschaft ist eng mit der wahrgenommenen Glaubwürdigkeit bzw. der Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit der Informationsquellen verknüpft. Zudem hängt der Einfluß solcher Informationsquellen und ihrer Informationen von der Beeinflußbarkeit des jeweiligen Anlegers ab.

Folgt man dem Konzept von *Riesmann*, so bestimmt die *Innen- und Außengelenktheit* einer Persönlichkeit deren Beeinflußbarkeit wesentlich⁴². „Das Verhalten des außengelenkten Typus wird nicht durch eine verinnerlichte Kraft, sondern durch das Verhalten der Zeitgenossen gesteuert, die die entsprechenden Modelle des ‚richtigen‘ Verhaltens liefern⁴³.“ Ein innen-gelenkter Typus orientiert sich dagegen weniger an den beobachteten Verhaltensmodellen seines sozialen Umfeldes, sondern eher an eigenen Werten und Überzeugungen. Tendenziell außengeleitete Anleger sind daher eher für Informationen und Empfehlungen von Beratern der Geldinstitute bzw. von Meinungsführern empfänglich (siehe oben).

In Wechselwirkung mit dem Persönlichkeitsmerkmal der *Beeinflußbarkeit* steht die Selbsteinschätzung eines Individuums. Es geht dabei um die Vorstellung, die sich ein Individuum von seiner eigenen Persönlichkeit bildet. Eine solche Selbsteinschätzung wird weitgehend über eine Interpretation des wahrgenommenen Verhaltens der jeweiligen sozialen Umwelt gegenüber der eigenen Person gewonnen. Das Verhalten des Individuums unterliegt dabei einer Bewertung des sozialen Umfeldes. Positive Selbsteinschätzung entsteht durch Lob, Anerkennung und sozialen Erfolg. Häufige Kritik am eigenen Verhalten führen zu Unsicherheit, Ängstlichkeit etc. Die Selbsteinschätzung „ist das Ergebnis der Entwicklung und der damit verbundenen Erlebnisse des Menschen“⁴⁴. Die Wahrnehmung eigener Verhaltensweisen eines Anlegers bestimmt das folgende Verhalten mit⁴⁵.

Einige Untersuchungen zum Anlegerverhalten berücksichtigen in diesem Zusammenhang die Einflußgröße des *Selbstvertrauens*⁴⁶. Für das Anleger-

⁴¹ Vgl. *Fishbein/Ajzen* 1975, *Ajzen/Madden* 1986, S. 453 - 474, *Bentler/Speckardt* 1979, S. 452 - 464 und 1981, S. 226 - 238.

⁴² Vgl. *Riesmann* 1950. Das Konzept von *Riesmann* weist starke Affinitäten zum Konzept der extravertierten und introvertierten Persönlichkeiten auf: Vgl. *Schönecker* 1980.

⁴³ *Wiswede* 1973, 29.

⁴⁴ *Klis* 1970, 58.

⁴⁵ Vgl. hierzu *Oehler* 1992 a, S. 100 - 101.

⁴⁶ Vgl. *Kogan/Wallach* 1964 und 1967, S. 111 - 278, *Kuhlmann* 1987, S. 522 - 533.

verhalten läßt sich aus den Ergebnissen der Forschungen im Konsumentenverhaltensbereich folgern, daß sich Personen mit höherem Selbstvertrauen in ihre Entscheidungsqualität risikofreudiger (im definierten Sinne) verhalten und bereit sind, höhere finanzielle, soziale und psychische Risiken zu akzeptieren. Empirische Befunde weisen darauf hin, daß zwischen dem Ausmaß wahrgenommener Risiken und der subjektiven Einschätzung des Beurteilungsvermögens in dieser Situation (dem Selbstvertrauen) eine inverse Beziehung besteht; das heißt, je mehr ein Anleger darauf vertraut, die relevanten Merkmale einer Anlagealternative berücksichtigen zu können, desto geringer empfindet dieser die Risikoinhalte einer Anlageentscheidung⁴⁷. *Schweiger/Mazanec/Wiegele* (1976, 1977) differenzieren ein allgemeines und ein spezifisches, Anlageentscheidungen betreffendes Selbstvertrauen von Anlegern.

Im Rahmen unseres eigenen Forschungsprojektes wird aufgrund theoretischer und bisher vorliegender empirischer Befunde vermutet, daß stärker „Beeinflussbare“ eher höhere Anteile an „einfachen“ Anlagealternativen wie Sparformen und Termineinlagen halten, stärker „Einflußnehmende“ dagegen eher höhere Anteile an Wertpapieren im Geldvermögen-Portefeuille berücksichtigen.

Zur Operationalisierung des Grades der Beeinflussbarkeit und der Einflußnahme wurde in der Erhebung eine spezielle Fragestellung gewählt, aus deren sieben Items ein Gesamt-Score abgeleitet werden kann. Diese Größe dient zur Unterscheidung der Teilnehmer in eher „Beeinflussbare“ und eher „Einflußnehmende“. Aus der Operationalisierung im Erhebungsbogen ergibt sich ein minimaler Score von 7 und ein maximaler Score von 35⁴⁸. Je tiefer der Gesamt-Score liegt, desto höher ist der Grad der Beeinflussbarkeit bei einem Probanden (bezogen auf Anlageentscheidungen) zu vermuten und vice versa. In der vorliegenden Erhebung liegt der durchschnittliche Score aller Befragten bei 23,9.

Für die folgenden Analysen werden die Probanden ihrem Gesamt-Score entsprechend in drei Gruppen aufgeteilt. Die eine Gruppe weist einen Score von ≤ 20 („Beeinflussbare“), die zweite von ≥ 28 („Einflußnehmende“) auf. Die dritte Gruppe besteht aus den restlichen Probanden und wird an dieser Stelle nicht weiter analysiert⁴⁹. Für die ausgewählten beiden Grup-

⁴⁷ Vgl. hierzu *Frey/Stahlberg* 1990, S. 102 - 139, *Kuhlmann* 1987, S. 522 - 533, *Ostlund* 1971, S. 351 - 357 und 1973, S. 434 - 442.

⁴⁸ Jedes der sieben Items wurde mit einer 5er-Skala erhoben.

⁴⁹ Die Score-Grenzen von 20 bzw. 28 wurden in Relation zum Durchschnitts-Score festgelegt.

pen ergeben sich durchschnittliche Gesamt-Scores von 18,3 („Beeinflußbare“) und 29,8 („Einflußnehmende“).

Diese beiden Gruppen von Probanden, die ca. 42 % der Gesamtzahl der Befragten darstellen, die diese Frage beantworteten, lassen sich stichwortartig wie folgt charakterisieren⁵⁰:

- Während die Erhebungsgesamtheit ein Verhältnis von Frauen zu Männern von ca. 25 % zu 75 % aufweist, liegt dieses Verhältnis bei den „Beeinflußbaren“ bei 33 % (Frauen) zu 67 % (Männer) und bei den „Einflußnehmenden“ bei 16 % (Frauen) zu 84 % (Männer).
- Die „Einflußnehmenden“ halten Einkommens- und Vermögensmotive für wichtiger als die andere Gruppe.
- Betrachtet man die erfragten Referenzgrößen zur Erfolgsbeurteilung von Anlageentscheidungen, dann messen die „Einflußnehmenden“ den Erfolgen anderer oder eigenen früheren Erfolgen als Vergleichsmaßstab weniger Bedeutung bei als die „Beeinflußbaren“.
- Analysiert man die Konkretisierung von Anlegermotiven in bestimmten Anforderungen an Anlageformen als operationalisierten Teilzielen, dann werden von den „Einflußnehmenden“ im Vergleich zum Durchschnitt und zur anderen Gruppe häufiger eine „gute Rendite“ und weniger häufig „Schutz vor Inflation“ und „geringer Aufwand“ (bei der Anlage von Geld) genannt.
- Schließlich lassen sich die beiden Gruppen von Befragten auch anhand der erfaßten Verhaltenskomponenten in Anlageentscheidungsprozessen charakterisieren. Folgende Teilergebnisse liegen vor:
 - „Einflußnehmende“ kennen eine größere Anzahl verschiedener Anlageformen und besitzen deutlich mehr unterschiedliche Anlagealternativen (*t*-Test-Ergebnisse: Kennen: $t = -2,22 / \alpha = 0,05$; Besitz: $t = -3,87 / \alpha = 0,01$).
 - „Einflußnehmende“ offenbaren deutlich häufiger eine längerfristige Planung ihrer Anlageformen im Wertpapierbereich (Aktien, Festverzinsliche, Fonds-Anteile) als „Beeinflußbare“ (Abbildung 7).
 - Abbildung 8 zeigt: Die „Beeinflußbaren“ weisen einen leicht höheren relativen Anteil an Sparformen sowie einen deutlich höheren relativen Anteil an Termineinlagen in ihrem Geldvermögen-Portefeuille auf. Aktien sind deutlich unterrepräsentiert.

⁵⁰ Die hierzu verwendeten Variablen werden teilweise weiter unten und teilweise in Oehler 1992b ausführlicher vorgestellt.

Planung der Anlageformen		Grad der Beeinflussbarkeit und Planungstätigkeit bzw. Planungshorizont in %		
		„Beeinflussbare“	„Einflussnehmende“	Alle Befragten
Sparformen	1	49	53	52
	2	31	29	32
	3	20	18	16
Termineinlagen	1	29	43	36
	2	55	49	54
	3	16	9	11
Festverzinsliche	1	28	15	25
	2	18	13	16
	3	54	72	58
Aktien	1	60	26	47
	2	20	37	28
	3	20	36	25
Fonds-Anteile	1	50	26	45
	2	7	6	10
	3	43	69	45

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Legende: 1 = Keine Planung
 2 = Planung für 12 Monate
 3 = Planung für 24 Monate und länger

Abb. 7: Grad der Beeinflussbarkeit und Planungstätigkeit bzw. Planungshorizont

Anlageformen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portefeuille in % und Grad der Beeinflussbarkeit		
	„Beeinflussbare“	„Einflussnehmende“	Alle Befragten
Sparformen ^{a)}	37	31	35
Termineinlagen ^{b)}	22	12	17
Festverzinsliche ^{c)}	22	25	23
Aktien ^{d)}	9	21	14
Fonds-Anteile ^{e)}	11	11	11

t-Tests: ^{a)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; ^{b)}: $t = 2,71/\alpha = 0,01$; ^{c)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$;
^{d)}: $t = -4,04/\alpha = 0,01$; ^{e)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Abb. 8: Grad der Beeinflussbarkeit und Portefeuillestruktur des Geldvermögens

„Einflußnehmende“ haben dagegen einen um fast 60 % höheren Anteil an Aktien in ihrem Portefeuille als der Durchschnitt der Befragten und einen fast mehr als doppelt so hohen relativen Anteil als die „Beeinflußbaren“. Der relative Anteil an Festverzinslichen ist ebenfalls überdurchschnittlich hoch, Sparformen und Termineinlagen sind unterrepräsentiert. Diese Ergebnisse stehen in Einklang mit einer sekundär-analytischen Studie auf der Basis mehrerer repräsentativer Erhebungen von *Fischer* (1991)⁵¹.

- „Einflußnehmende“ verändern deutlich öfter die Beträge der einzelnen Anlageformen als „Beeinflußbare“. Während fast 40 % der Probanden der ersten Gruppe monatlich ein- oder mehrmals die Beträge ihrer Anlageformen verändern (man denke z.B. an den höheren Aktienanteil im Portefeuille), liegt dieser Prozentsatz bei der zweiten Gruppe nur bei knapp 20 %.
- Im Zusammenhang mit den Einflußfaktoren des sozialen Umfeldes von privaten Anlegern spielt auch die Anlageberatung durch Kreditinstitute (vgl. oben) eine wichtige Rolle. Die Ergebnisse zu dieser Analyse zeigt Abbildung 9: „Einflußnehmende“ treffen ihre Anlageentscheidungen deutlich häufiger ohne jeden Einfluß von Anlageberatern als die Gruppe der „Beeinflußbaren“ und der Durchschnitt aller Befragten.

Mitwirkungsgrad Anlageberater: Anlage ...	Mitwirkungsgrad von Anlageberatern der Kreditinstitute in % und Grad der Beeinflußbarkeit		
	„Beeinflußbare“	„Einflußnehmende“	Alle Befragten
... ohne jeden Einfluß allein	14	47	29
... selbständig nach Prüfung von Vorschlägen	69	48	62
... nach ausführ- lichen Beratungen	17	5	9

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Abb. 9: Grad der Beeinflußbarkeit und Mitwirkungsgrad von Anlageberatern der Kreditinstitute

⁵¹ Vgl. *Fischer* 1991, S. 27 - 28.

- „Einflußnehmende“ haben ein höheres Monatsnettoeinkommen als „Beeinflußbare“. Erstere investieren per annum (hier operationalisiert durch den Anlagebetrag 1991) deutlich höhere Beträge in die verschiedenen Anlageformen (Abbildung 10).

Anlagebetrag 1991	Anlagebetrag 1991 als Indikator für die „Anlagepotenz“ p. a. in % und Grad der Beeinflußbarkeit*		
	„Beeinflußbare“	„Einflußnehmende“	Alle Befragten
unter 1 TDM	9	4	7
1 TDM b. u. 5 TDM	27	17	28
5 TDM b. u. 10 TDM	25	32	26
10 TDM b. u. 20 TDM	22	25	21
20 TDM und mehr	17	21	18

*: t -Test: $t = -1,83/\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Legende: b. u. = bis unter
TDM = Tausend DM.

Abb. 10: Grad der Beeinflußbarkeit und Anlagebetrag 1991

Eine für das Anlegerverhalten aufgrund der zugrundeliegenden komplexen Umweltsituation wichtige Einflußgröße ist das Niveau der Komplexität der Informationsverarbeitung, das sogenannte konzeptuelle Niveau⁵², das in enger Beziehung zur Umwelt- und Problemkomplexität steht⁵³.

In Anlehnung an *Schroder/Driver/Streifert* (1975) wird das konzeptuelle Niveau, also die Art und Weise, wie ein Anleger Informationen aufnimmt, verarbeitet und weitergibt, durch die Anzahl der Dimensionen und Inhalte seines Denkens, die ein unabhängiges Attribut betreffen und anhand derer Reize skaliert werden können (z. B. Größe, soziale Wirkung) sowie durch die Anzahl der Verknüpfungsregeln und der Regeln der verbindenden Zusammenhänge zwischen diesen determiniert. Je höher die Anzahl der Dimensionen ist, desto wahrscheinlicher ist eine integrativ-komplexe Verbindung und desto wahrscheinlicher sind Verknüpfungsregeln zwischen ihnen.

Liegt im Sinne der zweiten Determinante (Verknüpfungsregeln) ein hohes Integrationsniveau vor, dann ist die individuelle Informationsstruktur

⁵² Vgl. *Sieber/Lanzetta* 1964, S. 622 - 641, *Streifert* 1970, S. 494 - 509.

⁵³ Vgl. auch *Bronner* 1983, *Dörner* 1981, *Dörner/Stäudel* 1983, S. 19 - 104, *Kupsch/Hufschmied* 1979, S. 225 - 257, *Raffee et al.* 1982, S. 489 - 547, *Schroder/Driver/Streifert* 1975.

durch zahlreiche Verknüpfungen zwischen den Bedeutungen von Sachverhalten und Objekten charakterisiert, das heißt, Personen mit einem solchen konzeptuellen Niveau verfügen über ein größeres Repertoire von Möglichkeiten, sowohl Beziehungen zwischen Personen, Objekten und Sachverhalten zu knüpfen als auch neue Aspekte solcher Beziehungen zu erschließen. Als Folge solcher möglicher neuer Zusammenhänge vermindert sich aber die Stabilität gefundener Lösungen von Anlageproblemen und deren Verbindlichkeit, für einen solchen Anleger entstehen dann mehr Reaktionsmöglichkeiten⁵⁴. Als weitere Konsequenz eines hohen konzeptuellen Niveaus wird „... eine Erweiterung des Selbstverständnisses als aktiv handelnde Person, ein Hinausgehen über extern vorgegebene Maßstäbe und Interpretationen, d.h. eine verstärkte Orientierung an selbstentwickelten („impliziten“) Regeln sowie eine Steigerung der Tendenz, die Ursachen für Ereignisse in sich selbst zu vermuten ...“⁵⁵, angenommen⁵⁶. Daraus läßt sich eine leichtere Anpassung von Anlegern an komplexe und sich verändernde Situationen folgern.

Wahrgenommene und verarbeitete Informationen manifestieren sich in mittel- bis langfristig stabilen Einstellungen und situationsabhängigen Einschätzungen⁵⁷.

Mit dem Begriff der *Einstellung* ist der dritte Bereich aktivierender Prozesse angesprochen. Einstellungen werden als „innere Bereitschaft (Prädispositionen) eines Individuums definiert, auf bestimmte Stimuli der Umwelt konsistent positiv oder negativ zu reagieren“⁵⁸. Bei den Objekten der Einstellungen handelt es sich um Personen, Sachen oder Denkbjekte (z.B. bestimmte Themen).

In der Einstellungsforschung werden drei Komponenten von Einstellungen unterschieden⁵⁹:

- Die *affektive Komponente*, die Einstellung im engeren Sinne, umfaßt die mit einer Einstellung verbundene gefühlsmäßige Einschätzung von Objekten (vgl. die Erörterung bei den motivationalen Faktoren).

⁵⁴ Vgl. Sieber/Lanzetta 1964, S. 622 - 641.

⁵⁵ Panne 1977, 165.

⁵⁶ Vgl. auch weiter oben, Mißerfolgs- und Erfolgsmotivierte bzw. Innen-/Außengehenheit und Selbstvertrauen und Schroder/Driver/Streifert 1975.

⁵⁷ Vgl. Fishbein/Ajzen 1975.

⁵⁸ Meffert 1986, 151.

⁵⁹ Vgl. Fishbein/Ajzen 1975; Sullwold 1969, S. 475 - 514; anders z.B. bei Klapprott 1975, der nur die beiden ersten Komponenten zur Einstellung gehörig betrachtet oder auch bei Kroeber-Riel 1984, der Literatur zum eindimensionalen (nur affektive Komponente) Einstellungsbegriff anführt.

- Die *kognitive Komponente* bezeichnet alle mit Einstellungen verbundenen Gedanken (subjektives Wissen über die Objekte der Einstellung).
- Die *intentionale oder konative Komponente* der Einstellung charakterisiert die Tendenz des Handelns oder Verhaltens, die in einer Einstellung liegt.

Bezogen auf das Anlegerverhalten sei an dieser Stelle noch einmal auf die oben erörterte Relation von Einstellungen und Verhalten verwiesen⁶⁰ und erwähnt, daß einige Autoren aufgrund empirischer Untersuchungen zu dem Ergebnis kommen, daß es keine allgemeine überdauernde Einstellung gegenüber Risikoinhalten gibt, sondern vielmehr von situationsbezogenen Einschätzungen auszugehen ist. So resumiert z. B. *March* (1988, S. 5): „Observations of human decisions making indicate that risk preferences depend on the values of possible outcomes relative to levels of aspiration. A model ... suggests that some risk averse behavior may result from a human tendency to focus on targets and from the adaptation of those targets to experience rather than from a fixed trait of risk aversion.“

Zu Einstellungen von Anlegern existieren einige empirische Untersuchungen, die Aufschluß über diese Verhaltensdeterminanten geben. Einige ausgewählte Ergebnisse werden im folgenden kurz erörtert.

Eine wesentliche Voraussetzung für die Berücksichtigung von potentiellen Anlageobjekten als Alternativen in Anlegerentscheidungen ist die subjektive *Bekanntheit* solcher Anlageobjekte. Sie ist die Voraussetzung dafür, daß Vertrauen in eine Alternative und damit auch ein Erwerb möglich wird.

Die Studie der *ADIG* (1974) und die Untersuchungen des *Spiegel*-Verlages (1980, 1984, 1989) dokumentieren, daß nur wenige Anlageformen breiten Bevölkerungskreisen bekannt sind, das heißt, daß die Befragten überhaupt schon einmal von solchen Geldanlagemöglichkeiten gehört haben. Die bekanntesten Anlageformen sind

- Sparkonten (ca. 97 %),
- Lebensversicherungen (78 % (*Spiegel*) bis 91 % (*ADIG*)) und
- Bausparverträge (77 % (*Spiegel*) bis 90 % (*ADIG*)).

Festverzinsliche Wertpapiere und Aktien sowie Investmentfondsanteile weisen einen deutlich geringeren Bekanntheitsgrad auf.

Die Bekanntheitsgrade differenzieren nach dem Alter der Befragten und sind davon abhängig, ob ein Anleger bestimmte Anlageformen bereits besitzt oder nicht. Die höchsten Bekanntheitsgrade erreichen die meisten

⁶⁰ Vgl. die Diskussion bei *Oehler* 1990 a, S. 73 f.

Anlageformen bei den Besitzern von Wertpapieren. Gleichzeitig kennen Anleger, die hohe Beträge pro Jahr investieren deutlich mehr Formen als solche mit niedrigen jährlichen Anlagebeträgen. Diese Ergebnisse werden durch die Daten der von uns durchgeführten Erhebung bestätigt.

Befragt man Anleger zusätzlich nach der *Selbsteinschätzung* ihres Informationsstandes über Geldanlagen, so ergibt sich das erstaunliche Bild, daß nur ca. 30 % der Anleger meinen, über Geldanlagemöglichkeiten gut informiert zu sein⁶¹. Insofern stellt die jeweilige Informations- bzw. Wissensbasis eines Anlegers eine Art passive Vorentscheidung für bestimmte Anlagealternativen dar (bzw. eine passive Barriere gegen bestimmte Anlageformen)⁶².

In diesem Zusammenhang ist auf die überraschenden Ergebnisse der Studie der *ADIG* (1974) hinzuweisen, daß

- ca. 15 % der *Wertpapier*besitzer sich überhaupt nicht oder selten um Börsenkurse kümmern,
- ca. 24 % der *Wertpapier*besitzer Börsenkurse nur am Rande bei der Entscheidung über Kauf oder Verkauf berücksichtigen,
- nur ca. 14 % der *Wertpapier*besitzer angeben, daß Börsenkurse ihre Entscheidung über Kauf oder Verkauf mitbeeinflussen und sich
- nur ca. 20 % der *Wertpapier*besitzer über Börsenkurse regelmäßig informieren und diese maßgeblich bei ihren Kauf- oder Verkaufsentscheidungen berücksichtigen⁶³.

Die subjektiv zur Verfügung stehenden Informationen formen unter anderem (neben z.B. sozialen Einflußgrößen) die Einstellungen zu bestimmten Anlagealternativen einschließlich ihrer *Risikoinhalte*. Solche Einstellungen zu Geldanlageformen bestimmen Eigenschaften und Inhalte der Anlegerziele mit. Die zitierten Analysen zum Verhalten von Anlegern untersuchen diesen Aspekt mit einer Frage nach den Anforderungen an eine „ideale“ Geldanlageform⁶⁴. Die wichtigsten Zielinhalte oder Anforderungen sind⁶⁵

- „Geldanlage ohne Risiko“ („Risiko“ meist undefiniert verwendet),
- „gute (Ausschüttungs)-Rendite“,

⁶¹ *Spiegel*-Verlag 1989, *ADIG* 1974.

⁶² Vgl. auch die empirischen Ergebnisse bei *Grunwald* 1981, S. 1 - 8 und *Priolo / Bretschneider* 1988; zur Vorentscheidungstheorie im Kontext der Erklärung von Anlegerverhalten vgl. weiter unten.

⁶³ Die restlichen Wertpapierbesitzer machten keine Angaben zu den Items.

⁶⁴ Vgl. *Oehler* 1990b, S. 493 - 497.

⁶⁵ In den einzelnen Untersuchungen differieren die Rangfolgen geringfügig; einbezogen werden: *Spiegel* 1980, 1984 und 1989, *EMNID* 1976, *Lellek* 1984, S. 293 - 310, *ADIG* 1974, *DIVO* 1962, *Oehler* 1990b, S. 493 - 497.

- „Schutz vor Inflation“,
- „schnelle Liquidierbarkeit“,
- „Geldanlage über die man genau Bescheid weiß“,
- „Geldanlage um die man sich wenig kümmern muß“,
- „Wertzuwachs auf lange Sicht“.

Einige ältere amerikanische Studien differenzieren folgende Kriterien⁶⁶:

- „kurzfristiger Kapitalzuwachs“,
- „langfristiger Kapitalzuwachs“,
- „kurzfristige Gewinnerzielung“,
- „langfristige Gewinnerzielung“,
- „zufriedenstellende und kontinuierliche Dividendeneinkommen“.

In Bezug auf die zweitgenannte Zieleigenschaft („gute Rendite“) kommt die Studie der ADIG (1974) zu dem unerwarteten Ergebnis, daß die Vorstellungen von Anlegern über die jährliche Wertentwicklung ihrer Anlagen unabhängig davon in der gleichen Größenordnung liegen, ob es sich um Besitzer von festverzinslichen Wertpapieren, Aktien oder Investmentfonds-Anteilen handelt.

b) Persönliche Situation

Die persönliche Situation eines Anlegers ist durch verschiedene *sozio-ökonomische* und *demographische Variablen* bestimmt. Hierzu gehören Geschlecht, Alter, Einkommen und Vermögen, Bildungsstand, Beruf und die jeweilige (familiäre) Lebensphase. Diese Größen sind in ihrer Wirkung auf das Anlegerverhalten nicht unabhängig voneinander, sondern interdependent.

aa) Geschlecht

Es liegen nur wenige empirische Untersuchungen vor, die sich mit geschlechtsspezifischen Unterschieden im Risikoverhalten von Individuen und besonders im Anlegerverhalten beschäftigen. Ältere Studien von Wallach und Kogan zeigen keine generellen geschlechtsspezifischen Unterschiede im Risikoverhalten, die Daten konnten nicht die These bestätigen, daß Männer risikobereiter seien als Frauen⁶⁷. Allerdings konstatieren die beiden Forscher,

⁶⁶ In den einzelnen Untersuchungen differieren die Rangfolgen geringfügig; einbezogen werden: *Butters/Thompson/Bollinger* 1953, *Cohn/Lewellen/Lease/Schlarbaum* 1975, S. 605 - 620, *Kimmel* 1953, *Mautz* 1967 und 1968, *Lease* 1974, S. 413 - 433, *Lease/Lewellen/Schlarbaum* 1976, S. 53 - 60, *Lewellen/Lease/Schlarbaum* 1977, S. 296 - 333 und 1979, S. 233 - 257.

daß es von den Situationsbedingungen abhängt, welches Risikoverhalten von Frauen und Männern gezeigt wird. Denn „... spezifische Verhaltensbereiche können tendenziell danach bestimmt und abgegrenzt werden, in welchem Maß sie durch ausgesprochen männliche und weibliche Wertvorstellungen gekennzeichnet sind“⁶⁸. In Abhängigkeit davon, ob in einer Entscheidungssituation mehr spezifisch männlich oder weiblich ausgeprägte Werte betont werden, konnte eine geschlechtsspezifische Akzeptanz von Risiko festgestellt werden⁶⁹. Interessant sind in diesem Zusammenhang Ergebnisse, die einen vom Geschlecht abhängenden Einfluß auf bestimmte Persönlichkeitsmerkmale wie Selbstsicherheit oder Unabhängigkeit nachweisen⁷⁰.

Neuere Ergebnisse, die in verschiedenen Experimenten gewonnen werden konnten, deuten ebenfalls darauf hin, daß Frauen und Männer in gleichen Situationen in unterschiedlichem Maße bereit sind, Risiken einzugehen⁷¹.

Für die Ergebnisse im Rahmen des erörterten Forschungsprojektes wird erwartet, daß Frauen eher höhere Anteile an („risikoärmeren“) Sparformen und niedrigere Anteile an („risikoreicheren“) Wertpapierformen in ihrem Portfeuille halten als Männer.

Die Ergebnisse der durchgeführten Erhebung bei privaten Anlegern zeigt teilweise deutlich verschiedene Portfeuilleanteile für die unterschiedlichen Anlageformen (Abbildung 11).

Anlageformen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portfeuille in % und Geschlecht		
	Frauen	Männer	Alle
Sparformen ^{a)}	45	32	35
Termineinlagen ^{b)}	19	16	17
Festverzinsliche ^{c)}	17	25	23
Aktien ^{d)}	9	15	14
Fonds-Anteile ^{e)}	9	12	11

t-Tests: ^{a)} $t = -4,05/\alpha = 0,01$; ^{b)} nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; ^{c)} $t = 3,05/\alpha = 0,01$; ^{d)} $t = 3,11/\alpha = 0,01$; ^{e)} nicht sig. auf $\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Abb. 11: Geschlecht und Portfeuillestruktur des Geldvermögens

⁶⁷ Vgl. Kogan/Wallach 1967, S. 111 - 278, Wallach/Kogan 1959, S. 555 - 564.

⁶⁸ Panne 1977, 143.

⁶⁹ Vgl. Kogan/Wallach 1967, S. 111 - 278, vgl. auch Solidus 1989.

⁷⁰ Vgl. Kogan/Wallach 1964 und 1967, S. 111 - 278, siehe oben.

⁷¹ Vgl. Levin/Snyder/Chapman 1988, S. 173 - 181, Hudgens/Fatkin 1980, S. 197 - 206; vgl. auch zu den Rollenverteilungen im Haushalt in Teil I.

Die Daten in Abbildung 11 verdeutlichen einen überdurchschnittlich hohen Anteil an Sparformen und einen unterdurchschnittlichen Anteil an Wertpapieren bei weiblichen Anlegern.

bb) Alter

Auch zu altersspezifischen Unterschieden im Anleger- und Risikoverhalten liegen nur wenige empirische Erkenntnisse vor. Zwar lassen sich Ansätze einer Beziehung zwischen Alter und Risikoverhalten aufzeigen⁷², jedoch ist ein klares Bild über einen altersspezifischen Einfluß auf Risikowahrnehmung und -verhalten nicht ersichtlich. Vielmehr bereitet es Probleme, altersspezifische Wirkungen von solchen der Bildung, der Erfahrung etc. zu isolieren. Ist man bereit anzunehmen, daß bei der Untersuchung altersspezifischer Einflüsse auf Anleger- und Risikoverhalten auch Teilbereiche dieser anderen Variablen abgedeckt werden, so läßt sich zumindest konstatieren, daß ältere Personen weniger risikobereit sind als jüngere und dies besonders für finanzielle Risiken zu beobachten ist⁷³. Dieses Ergebnis kommentieren Kogan und Wallach damit, daß ältere Personen finanzielle Risikoaspekte bewußter wahrnehmen und diese stärker bei Entscheidungen ihren Niederschlag finden⁷⁴.

Erwartungsgemäß zeigen repräsentativ erhobene neuere Daten, daß jüngere Personen (bis 25 Jahre) deutlich weniger dem Kreis von Anlegern zuzurechnen sind als dies bei anderen Altersgruppen der Fall ist (hier ist die Verbindung zum Einkommen zu beachten). Dies schlägt sich auch in der Altersstruktur der Anleger bestimmter Anlageformen nieder⁷⁵.

Lease / Lewellen / Schlarbaum (1974) stellten in einer Befragung fest, daß eine positive Korrelation zwischen dem Alter der Probanden und dem prozentualen Anteil von Anlageformen in einem Portefeuille besteht, die eher auf Einkommenserzielung ausgerichtet sind (im Gegensatz zu Anlageformen, die eher als Kapitalzuwachsanlagen bezeichnet werden können). Zu ähnlichen Ergebnissen gelangten auch *Baker / Haslem* (1974).

Die von uns durchgeführte Befragung privater Anleger läßt ebenfalls einen Zusammenhang zwischen Alter und Portefeuillestruktur erkennen. In der Tendenz liegt der Anteil an Sparformen in höheren Altersgruppen niedriger, der Anteil der Festverzinslichen dagegen höher (vgl. auch unten, ee)).

⁷² Vgl. *Kogan / Wallach* 1967, S. 111 - 278.

⁷³ Vgl. *Wallach / Kogan* 1961, S. 23 - 36.

⁷⁴ Vgl. auch *Mathews / Slocum / Woodside* 1971.

⁷⁵ Vgl. *Oehler* 1990 a, Teil 4 sowie *Bosch* 1973, S. 218 - 224, *DIVO* 1962, *ADIG* 1974, *Fischer / Fischer* 1986.

cc) Finanzieller Status

Gerade in Anlegerentscheidungen kommt dem individuellen bzw. dem Familieneinkommen und -vermögen, dem finanziellen Status, eine erhebliche Bedeutung zu, da die finanzielle Sphäre einen wesentlichen Einfluß auf die gesamte Anlagesituation ausübt. Zwar konstatieren zahlreiche Forschungsergebnisse, daß das absolute Einkommen und Vermögen vor allem eine Bedeutung als potentielle Beschränkungsfaktoren haben⁷⁶, jedoch gelten in spezifischen Anlagesituationen noch andere Beziehungen zwischen den finanziellen Größen eines Haushaltes und der Bearbeitung von Anlageproblemen. Neben der Berücksichtigung von Einkommenserwartungen und einer damit verbundenen Wahrnehmung wirtschaftlicher bzw. gesamtwirtschaftlicher Prozesse⁷⁷ beeinflussen Anlegerentscheidungen selbst Veränderungen des finanziellen Status.

Lease/Lewellen/Schlarbaum (1974) kommen zu dem Ergebnis, daß eine negative Korrelation zwischen der Höhe des jährlichen Einkommens eines Anlegers und dem Anteil von Anlageformen in einem Portefeuille besteht, die eher einkommensorientiert sind.

Im Rahmen unserer Erhebungen zeigt sich ein deutlicher Zusammenhang zwischen Portefeuillestruktur und finanziellem Status. Es wurde erwartet, daß höhere Einkommens- und Vermögensgruppen und Anleger mit hohen jährlichen Anlagebeträgen überdurchschnittlich hohe Anteile ihres Geldvermögen-Portefeuilles in Wertpapieren und überdurchschnittlich niedrige Anteile an Sparformen halten. Der bekannten Hypothese der zunehmenden relativen Risikoaversion⁷⁸, daß der relative Anteil an risikoarmen Anlageformen im Portefeuille von Anlegern mit höherem Vermögen auch höher liege, wird hier nicht gefolgt, weil einige auch experimentelle Voruntersuchungen in diesem Forschungsprojekt ergeben, daß Probanden mit höheren Vermögen auch höhere relative Anteile an risikoreicheren Anlageformen

⁷⁶ Vgl. die Diskussion bei *Panne* 1977, S. 148 - 152, *Pavel* 1987, S. 138 - 142, *Ruda* 1988, *Weichert/Zietz* 1987, S. 239 - 309.

⁷⁷ Vgl. *Strümpel/Katona* 1983, S. 225 - 281, *Strümpel* 1987a, S. 15 - 29 und 1987b, S. 569 - 575.

⁷⁸ Vgl. *Pratt* 1964, S. 122 - 136, *Arrow* 1971, S. 90 - 109, die zudem die Hypothese einer abnehmenden absoluten Risikoaversion (zunehmender Betrag risikoreicher Anlagen bei steigendem Vermögen) vertreten, der hier allerdings gefolgt wird. Vgl. zu Studien, die die Hypothesen von Pratt und Arrow vertreten z.B. *Siegel/Hoban* 1982, S. 481 - 487 und *Szpiro* 1983, S. 336 - 339 und zu Studien, die die hier vertretene Hypothese der abnehmenden relativen Risikoaversion postulieren z.B. *Cohn/Lewellen/Lease/Schlarbaum* 1975, S. 605 - 620 und *Lampman* 1962. Vgl. auch die Diskussion der abnehmenden absoluten und der abnehmenden sowie der zunehmenden relativen Risikoaversion-Hypothese bei *MacCrimmon/Wehrung* 1986, S. 253 - 254 und *Rapoport* 1984, S. 31 - 51.

(Wertpapiere) halten (im Sinne einer abnehmenden relativen Risikoaversion).

Zur Überprüfung dieser Vermutungen wird der finanzielle Status anhand dreier Kriterien operationalisiert: dem persönlichen monatlichen Nettoeinkommen, dem persönlichen Geldvermögen (im oben definierten Sinne) und dem Anlagebetrag in 1991 (als Indikator für die jährliche „Anlagepotenz“). Die Abbildungen 12 bis 14 verdeutlichen die wichtigsten Befragungsergebnisse.

Erwartungsgemäß nimmt der relative Anteil an Sparformen mit steigendem Nettoeinkommen und Geldvermögen sowie mit höheren jährlichen Anlagebeträgen deutlich ab, der relative Anteil an Festverzinslichen und an Aktien nimmt dagegen deutlich zu. Der relative Anteil an Fonds-Anteilen zeigt hingegen keine systematische Abhängigkeit von der Höhe des Geldvermögens oder Nettoeinkommens. Interessant ist das Ergebnis, daß auch der Anteil an Termineinlagen am Geldvermögen-Portefeuille mit steigendem Nettoeinkommen, Geldvermögen und jährlichem Anlagebetrag steigt. Betrachtet man jedoch Sparformen und Termineinlagen als risikoarme Anlageformen, so läßt sich die Hypothese der abnehmenden relativen Risi-

Anlageformen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portefeuille in % und persönliches Monatsnettoeinkommen in TDM						
	b. u. 2	2 b. u. 3	3 b. u. 4	4 b. u. 5	5 b. u. 6	6 u. mehr	Alle
Sparformen ^{a)}	45	38	30	25	20	20	35
Termineinlagen ^{b)}	13	16	19	21	27	18	17
Festverzinsliche ^{c)}	20	23	24	25	26	31	23
Aktien ^{d)}	14	13	14	13	17	15	14
Fonds-Anteile ^{e)}	9	11	13	16	10	17	11

t-Tests: ^{a)} $t = 6,24/\alpha = 0,01$; ^{b)} $t = -2,27/\alpha = 0,05$; ^{c)} und ^{d)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; ^{e)} $t = 2,21/\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Legende: b. u. = bis unter.

Abb. 12: Persönliches Monatsnettoeinkommen und Portefeuillestruktur des Geldvermögens

Anlageformen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portefeuille in % und persönliches Geldvermögen in TDM						Alle
	b. u. 20	20 b. u. 40	40 b. u. 60	60 b. u. 80	80 b. u. 100	100 u. mehr	
Sparformen ^{a)}	50	30	18	17	18	15	35
Termin- einlagen ^{b)}	10	21	23	27	23	24	17
Festver- zinsliche ^{c)}	16	26	34	24	34	32	23
Aktien ^{d)}	12	12	14	21	20	18	14
Fonds- Anteile ^{e)}	12	12	11	12	5	11	11

t-Tests: ^{a)}: $t = 11,88/\alpha = 0,01$; ^{b)}: $t = -4,52/\alpha = 0,01$; ^{c)}: $t = -5,29/\alpha = 0,01$; ^{d)}: $t = -2,27/\alpha = 0,01$; ^{e)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Legende: b. u. = bis unter.

TDM = Tausend DM.

Abb. 13: Persönliches Geldvermögen und Portefeuillestruktur des Geldvermögens

Anlageformen	Anlageformen: Anteile am Geldvermögen-Portefeuille in % und Anlagebetrag 1991			Alle
	b. u. 5 TDM	5 b. u. 10 TDM	10 TDM u. mehr	
Sparformen ^{a)}	49	35	24	35
Termineinlagen ^{b)}	11	14	24	17
Festverzinsliche ^{c)}	15	25	29	23
Aktien ^{d)}	12	14	14	14
Fonds-Anteile ^{e)}	13	11	10	11

t-Tests: ^{a)}: $t = 8,37/\alpha = 0,01$; ^{b)}: $t = -5,03/\alpha = 0,01$; ^{c)}: $t = -5,22/\alpha = 0,01$; ^{d)} und ^{e)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Legende: b. u. = bis unter

TDM = Tausend DM.

Abb. 14: Anlagebetrag 1991 und Portefeuillestruktur des Geldvermögens

koaversion nicht zurückweisen: der relative Portefeuilleanteil von risikoreicheren Wertpapieren (Aktien und Festverzinsliche) steigt von 28 % auf 50 %, der relative Portefeuilleanteil der risikoarmen Alternativen fällt von 60 % auf 39 % (TDM-Klassen des Geldvermögens).

dd) Bildung

Noch problematischer als für Geschlecht und Alter erweisen sich Aussagen und empirische Ergebnisse zur Bildung als Einflußgröße für Anlegerverhalten. Versteht man unter Bildung nicht nur die sogenannte formale Bildung im Sinne eines erreichten Ausbildungsabschlusses, sondern auch die informale Bildung, also erworbene Wissenskomponenten (vgl. oben), dann ist zwar ein Einfluß auf das Anleger- und Risikoverhalten anzunehmen. Die Variable Bildung läßt sich, was den informalen Teil und die inhaltliche Dimension betrifft, jedoch schwer von anderen Determinanten des Anlageentscheidungsprozesses isolieren. Die Risikowahrnehmung und -bearbeitung hängt von den Erfahrungen und den Fähigkeiten zur Informationswahrnehmung und -verarbeitung in der jeweiligen Anlageentscheidungssituation ab (situationsspezifische Entscheidungskapazität)⁷⁹. In diese Erfahrungen und Fähigkeiten sind die im Rahmen von Bildungsprozessen erworbenen Kenntnisse, Fertigkeiten und Fähigkeiten untrennbar integriert. Die formale Bildung kann jedoch Hinweise auf unterschiedliches Risiko- und Anlegerverhalten geben⁸⁰.

ee) Lebensphase

Zusätzlich und in Wechselwirkung zu den genannten anderen Variablen beeinflußt die jeweilige Lebensphase (Heirat bzw. Zusammenleben, Kindererziehung, Ruhestand etc.) eines Anlegers seine Anlageentscheidungen. Dieser Einfluß wird nicht nur in einer Zeitphase während der jeweiligen Lebenssituation wirksam, sondern auch bezüglich der nachfolgenden Lebensphasen. Anleger treffen so auch intertemporäre Entscheidungen, die auf nächste und übernächste zukünftige Lebensphasen ausgerichtet sind⁸¹.

Eine erste Hypothese im Rahmen unseres Forschungsprojektes über den Zusammenhang zwischen privatem Anlegerverhalten und der jeweiligen

⁷⁹ Vgl. hierzu auch *Slovic* 1972 a, S. 128 - 134, *Kuhlmann* 1987, S. 522 - 533.

⁸⁰ Vgl. auch die Daten in *Oehler* 1990 a, Teil 4 sowie *DIVO* 1962, *ADIG* 1974, *Bosch* 1973, S. 218 - 224, *Fischer/ Fischer* 1986.

⁸¹ Vgl. z. B. *Loewenstein/ Thaler* 1989, S. 181 - 193, *Thaler/ Shefrin* 1981, S. 392 - 410.

Lebensphase dieser Personen erwartet, daß sich die Einschätzung der Wichtigkeit verschiedener Anlage- und Sparmotive mit dem Lebensalter und der (familiären) Lebensphase (allein oder (verheiratet) zusammenlebend) verändert. Aufgrund theoretischer Überlegungen und bisheriger empirischer Befunde ist zu vermuten, daß mit zunehmendem Alter die Wichtigkeit der Vermögens- und Einkommensmotive sowie der Ansparmotive eher abnimmt und die der Vorsorgemotive eher zunimmt. Zudem wird vermutet, daß alleinlebende Anleger Einkommens- und Vermögensmotiven eine höhere Bedeutung beimessen als (verheiratet oder partnerschaftlich) zusammenlebende Anleger. Letztere dürften Vorsorgemotive für wichtiger erachten.

Die Befragungsergebnisse zu diesen Teilhypothesen wurden aus Kreuzauswertungen zwischen den relevanten soziodemographischen Variablen und den weiter oben charakterisierten Motivgruppen gewonnen (Abbildungen 15 und 16).

Die Daten in den Abbildungen 15 und 16 zeigen die jeweiligen Durchschnittswerte der erörterten 5er-Skala für die erhobenen Altersklassen und die (familiäre) Lebensphase. Mit diesen Ergebnissen lassen sich die geäußerten Hypothesen nicht zurückweisen.

Die unterschiedliche Gewichtung in den Motivgruppen in Abhängigkeit von der (familiären) Lebensphase schlägt sich auch in verschiedenen Portfeuillestrukturen des Geldvermögens nieder. Partnerschaftlich oder verhei-

Motivgruppen	Durchschnittswerte für Altersgruppen in Jahren					
	b. u. 25	25 b. u. 30	30 b. u. 35	35 b. u. 40	40 b. u. 45	45 u. älter
Vermögens- erhöhung	3,8	3,7	3,7	3,6	3,4	3,5
Eigene Vorsorge	2,9	3,0	3,1	3,3	3,3	2,9
Einkommens- erhöhung	3,0	2,8	2,8	2,7	2,7	3,0
Familien- Vorsorge	2,3	2,5	2,9	3,3	3,2	3,4
Anschaffungen	3,0	2,7	2,7	2,4	2,1	2,1

Legende: 1 = unwichtig

5 = sehr wichtig.

Abb. 15: Wichtigkeit verschiedener Motivgruppen für verschiedene Altersgruppen

Motivgruppen	Durchschnittswerte für	
	Zusammenlebende	Alleinlebende
Vermögenserhöhung ^{a)}	3,6	3,8
Eigene Vorsorge ^{b)}	3,1	3,0
Einkommenserhöhung ^{c)}	2,7	2,9
Familienvorsorge ^{d)}	3,3	2,1
Anschaffungen ^{e)}	2,6	2,8

t-Tests: ^{a)}: nicht sig. auf $\alpha = 0,05$; ^{b)}: $t = -2,36/\alpha = 0,05$; ^{c)}: $t = -1,74/\alpha = 0,05$; ^{d)}: $t = 12,53/\alpha = 0,01$; ^{e)}: $t = 4,54/\alpha = 0,01$.

Legende: 1 = unwichtig
5 = sehr wichtig.

Abb. 16: Wichtigkeit verschiedener Motivgruppen
für Zusammen- und Alleinlebende

ratet zusammenlebende Anleger haben einen geringeren relativen Anteil Aktien im Portefeuille (11%) als alleinlebende Anleger (16%) (*t*-Tests: $t = 3,37/\alpha = 0,01$).

Ein Unterschied in der Portefeuillestruktur des Geldvermögens ergibt sich erwartungsgemäß zwischen Selbständigen und Freiberuflern einerseits und abhängig Beschäftigten andererseits. Selbständige und Freiberufler halten einen deutlich unterdurchschnittlichen relativen Anteil an Sparformen und einen überdurchschnittlichen relativen Anteil an Termineinlagen sowie einen leicht höheren relativen Anteil an Aktien und Fonds-Anteilen.

Im Zusammenhang mit der Lebensphase von Anlegern als Einflußfaktor für Anlageentscheidungen ist unter anderem auch die Zielzeit oder der *Zeithorizont* von Anlegern für zu treffende Anlageentscheidungen relevant. So findet *Ruda* (1988) einen Bezug zwischen dem Einkommen von Anlegern und dem Zeitraum, in dem Anleger ihre Ziele (siehe oben) verwirklichen wollen. Allerdings ist zu vermuten, daß mehrere (gestaffelte) Zeithorizonte existieren und entsprechend Anlageformen gewählt werden. Schließlich ist auch die Zeitabhängigkeit der Risikobeurteilung von Anlageformen zu berücksichtigen. Vergleicht man durchschnittliche Renditen für festverzinsliche Wertpapiere und für Aktien, dann zeigt der von *Kepler* (1990) gewählte Betrachtungszeitraum von 1955 bis 1988, daß letztere eine doppelt so hohe Rendite erzielten. Kurzfristig weisen solche Papiere allerdings wesentlich stärkere Schwankungen der Renditen und damit nicht immer höhere Renditen als Festverzinsliche auf.

III. Zusammenfassung

Die Erörterung eines Grundkonzeptes zur Erklärung des Verhaltens privater Anleger hat die theoretische Basis und die wesentlichen Komponenten verdeutlicht. Erste eigene empirische Ergebnisse des Forschungsprojektes zu diesem Themenbereich zeigen, daß die meisten der vorgestellten Hypothesen in einer ersten Prüfung nicht verworfen werden können, wenn auch die Erhebungsgesamtheit nicht in allen Kriterien als repräsentativ für alle privaten Anleger zu bezeichnen ist.

- Anhand der Umfragedaten können vier Gruppen von privaten Anlegern nach der Nutzung bestimmter Informationsquellen differenziert werden. Diese Probandengruppen weisen Portefeuillestrukturen auf, die sich hinsichtlich der relativen Anteile der risikoarmen Anlageformen Sparformen und Termineinlagen und der risikoreicheren Anlageformen Aktien und Festverzinsliche unterscheiden.
- In partnerschaftlichen Anlageentscheidungsprozessen dominieren männliche Anleger ihre Partnerinnen. Das höchste Ungleichgewicht in der Entscheidungsbeteiligung ist bei der Aktienanlage zu beobachten.
- Die Einschätzung der Wichtigkeit verschiedener Motivgruppen durch die privaten Anleger schlägt sich in den jeweils gehaltenen Portefeuilles nieder. Diejenigen Anleger, die Vermögens- und Einkommensmotive für (sehr) wichtig erachten, halten unterdurchschnittliche relative Anteile an Sparformen und überdurchschnittliche relative Anteile an Aktien in ihren Portefeuilles. Dagegen liegt der relative Anteil an Sparformen überdurchschnittlich hoch, wenn die Vorsorge- und Ansparmotive als (sehr) wichtig eingeschätzt werden.
- Die Ergebnisse unserer Erhebung zeigen, daß sich private Anleger auch nach dem Grad der Beeinflußbarkeit und der Einflußnahme (bei Anlageentscheidungen) differenzieren lassen. Die beiden analysierten Gruppen der „Beeinflußbaren“ und der „Einflußnehmenden“ weisen unter anderem ein unterschiedliches Anlage- und Planungsverhalten auf.
- Weitere Analyseergebnisse bestätigen den Zusammenhang zwischen den Faktoren der persönlichen Situation eines Anlegers und seinem Anlageverhalten. So spielt die jeweilige Lebensphase eines privaten Anlegers für dessen Anlageentscheidungen eine wichtige Rolle.
- Der Zusammenhang zwischen den Faktoren der persönlichen Situation und dem Anlageverhalten zeigt sich auch bei dem in drei Variablen operationalisierten finanziellen Status eines Anlegers (persönliches Nettomonatseinkommen, persönliches Geldvermögen, jährlicher Anlagebetrag).

Die hier vertretenen Hypothesen der abnehmenden absoluten und der abnehmenden relativen Risikoaversion können mit den vorliegenden ersten Ergebnissen nicht zurückgewiesen werden.

Dieser angenommene Zusammenhang zwischen der Vermögenshöhe eines privaten Anlegers und seinem relativen Portfeuilleanteil in risikoreichen Anlageformen deutet sich auch in den ersten Ergebnissen der Experimente mit Ein-Zeitpunkt-Entscheidungen an, auf die zu einem späteren Zeitpunkt näher eingegangen wird.

Summary II

The second part of the article deals with the second group of determinants of private investor behavior, the person of the investor himself. The considerations differentiate between determinants of the personal disposition like emotional, motivational or cognitive determinants (e.g. the degree to which a private investor is influenced by others) and the personal situation described by sociodemographic (e.g. age, sex) and socioeconomic characteristics (e.g. income, wealth, life cycle, profession).

The conceptual considerations are illustrated by some more 1992 survey results.

Résumé

La deuxième partie de cet article traite du second groupe de déterminants du comportement de l'investisseur particulier, la personne de l'investisseur lui-même. Les considérations font la différence entre des déterminants de la disposition personnelle, tels que facteurs émotionnels, cognitifs et de motivation (en d'autres termes le degré selon lequel un investisseur privé est influencé par d'autres) et la situation personnelle décrite par des caractères sociodémographiques (tels que âge et sexe) et socioéconomiques (tels que revenus, santé, cycle de vie, profession).

Les considérations sont démontrées par des résultats d'études de 1992.

Literaturverzeichnis

Abel, B. (1979): Denken in theoretischen Modellen als Leitidee der Wirtschaftswissenschaften, in: Raffée, H./Abel, B. (Hrsg.), *Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften*, München 1979, S.138 - 160. – ADIG-Investment (Hrsg.) (1974): *Status und Chancen von Investment*, München/Frankfurt 1974. – Ajzen, J./Madden, T. J. (1986): Prediction of Goal-directed Behavior, in: *Journal of Experimental Social Psychology* 1986, S. 453 - 474. – Albert, H. (1965): Zur Theorie der Konsum-Nachfrage, in: *Jahrbuch für Sozialwissenschaft*, Bd.16/1965, S. 139 - 198. – Anand, P. (1987): Are the Preference Axioms Really Rational?, in: *Theory and Decision* 1987, S. 189 - 214. – Andreassen, P. B. (1987): On the Social Psychology of the Stock Market, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1987, S. 490 - 496. – Andreassen, P. B. (1988): Explaining the Price-Volume Relationship, in: *Organiza-*

tional Behavior and Human Decision Processes 1988, S. 371 - 389. – *Arkes, H. R./Hammond, K. R.* (eds.): Judgment and Decision Making: An Interdisciplinary Reader, Cambridge u.a. 1986. – *Arndt, J.* (1973): A Test of the Two Step Flow in Diffusion of a New Product, in: *Kasserjian, H. H./Robertson, T. S.* (eds.), Perspectives in Consumer Behavior, 2. Aufl., Glenview 1973, S. 331 - 342. – *Arrow, K. J.* (1971): Essays in the Theory of Risk-Bearing, Amsterdam/London 1971. – *Arrow, K. J.* (1982): Risk Perception in Psychology and Economics, in: *Economic Inquiry* 1982, S. 1 - 9. – *Arrow, K. J.* (1985): The Economics of Agency, in: *Pratt, J. W./Zeckhauser, R. J.* (eds.), Principals and Agents: The Structure of Business, S. 37 - 51. – *Arrow, K. J.* (1986): Rationality of Self and Others in an Economic System, in: *Hogarth, R. M./Reder, M. W.* (eds.), Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology, Chicago/London 1986, S. 201 - 215. – *Asprem, M.* (1989): Stock Prices, Asset Portfolios and Macroeconomic Variables in Ten European Countries, in: *Journal of Banking and Finance* 1989, S. 589 - 612. – *Atkinson, J. W.* (1957): Motivational Determinants of Risk-Taking Behavior, in: *Psychological Review* 1957, S. 359 - 372. – *Atkinson, J. W.* (1975): Einführung in die Motivationsforschung, Stuttgart 1975. – *Backhaus, K./Erichson, B./Plinkke, W./Schuchard-Fischer, C./Weiber, R.* (1987): Multivariate Analysemethoden, 4. Aufl., Berlin u.a. 1987. – *Baillie, R. T./DeGennaro, R. P.* (1990): Stock Returns and Volatility, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1990, S. 203 - 214. – *Baker, H. K./Haslem, J. A.* (1973): Information Needs of Individual Investors, in: *Journal of Accountancy* 1973, S. 64 - 69. – *Baker, H. K./Haslem, J. A.* (1974): Toward the Development of Client-Specified Valuation Models, in: *Journal of Finance* 1974, S. 1255 - 1263. – *Bart, J. T.* (1978): The Nature of the Conflict Between Transactors' Expectations of Capital Gain, in: *Journal of Finance* 1978, S. 1095 - 1107. – *Beach, L. R./Mitchell, T. R.* (1978): A Contingency Model for the Selection of Decision Strategies, in: *Academy of Management Review* 1978, S. 439 - 449. – *Behrens, G.* (1983): Grenzen der empirischen, verhaltenswissenschaftlichen Betriebswirtschaftslehre, in: *Fischer-Winkelmann, W. F.* et al. (Hrsg.), Paradigmawechsel in der Betriebswirtschaftslehre?, Spardorf 1983, S. 80 - 100. – *Behrens, G.* (1985): Die emotionale Orientierung der Konsumenten, in: *Bühler, W.* et al. (Hrsg.), Die ganzheitlich-verstehende Betrachtung der sozialen Leistungsordnung, Wien/New York 1985, S. 249 - 260. – *Beiertz, G.* (1991): Investor Relations, in: *Handelsblatt*, 14. 3. 1991, S. 36. – *Bentler, P. M./Speckart, G.* (1979): Models of Attitude-Behavior Relations, in: *Psychological Review* 1979, S. 452 - 464. – *Bentler, P. M./Speckart, G.* (1981): Attitudes „Cause“ Behavior, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1981, S. 226 - 238. – *Berg, C. C.* (1972): Adaptive Entscheidungen unter Ungewißheit, Diss. Mannheim 1972. – *Binmore, K.* (1987): Experimental Economics, in: *European Economic Review* 1987, S. 257 - 264. – *Bitz, M.* (1977): Die Strukturierung ökonomischer Entscheidungsmodelle, Wiesbaden 1977. – *Bitz, M.* (1993): Grundlagen des finanzwirtschaftlich orientierten Risikomanagements, in: *Gerke, W.* et al. (Hrsg.), Handwörterbuch des Finanzmanagement, München 1993, S. 641 - 668. – *Bleymüller, J./Gehlert, G./Gülicher, H.* (1983): Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 3. Aufl., München 1983. – *Blume, M. E./Friend, I.* (1975): The Asset Structure of Individual Portfolios and some Implications for Utility Functions, in: *Journal of Finance* 1975, S. 585 - 603. – *Blume, M. E./Friend, I.* (1978): The Changing Role of the Individual Investor, New York u.a. 1978. – *Bosch, H.-D.* (1973): Zusammenhänge zwischen der Sozialstruktur und dem Anlageverhalten privater Haushalte in der Bundesrepublik Deutschland, in: *Bank-Betrieb* 1973, S. 218 - 224. – *Bowman, M. J.* (1985): The Use of Protocol Analysis in Accounting, in: *Accounting and Finance*, May 1985, S. 61 - 84.

- *Brealey, R. A./Myers, S.* (1981): Principles of Corporate Finance, New York 1981. – *Bronner, R.* (1983): Determinanten der Komplexität von Entscheidungsprozessen, Universität Paderborn 1983. – *Bungard, W./Schultz-Gambard, J.* (1990): Überlegungen zum Verhalten von Börsenakteuren, in: *Maas, P./Weibler, J.* (Hrsg.), Börse und Psychologie, Köln 1990, S. 140 - 161. – *Butters, J. K./Thompson, L. E./Bollinger, L. L.* (1953): Effects of Taxation, Investments by Individuals, Boston 1953. – *Chmielewicz, K.* (1979): Forschungskonzeptionen der Wirtschaftswissenschaften, 2. Aufl., Stuttgart 1979. – *Cohn, R. A./Lewellen, W. C./Lease, R. C./Schlarbaum, G. G.* (1975): Individual Investor Risk Aversion, in: Journal of Finance 1975, S. 605 - 620. – *Cox, J. C./Isaac, R. M.* (1986): Experimental Economics and Experimental Psychology: Ever the Twain shall Meet?, in: *MacFadyen, A. J./MacFadyen, H. W.* (eds.), Economic Psychology: Intersections in Theory and Application, Amsterdam u. a. 1986, S. 647 - 672. – *Cyert, R. M./Simon, H. A.* (1983): The Behavioral Approach, in: Behavioral Science 1983, S. 95 - 108. – *Dahlhoff, H.-D.* (1980): Kaufentscheidungsprozesse von Familien. Empirische Untersuchung zur Beteiligung von Mann und Frau an der Kaufentscheidung, Frankfurt u. a. 1980. – *Davis, H. L./Rigaux, B. P.* (1974): Perception of Marital Roles in Decision Processes, in: Journal of Consumer Research 1974, S. 51 - 62. – *De Bondt, W. F. M./Thaler, R. H.* (1989): Anomalies: A Mean-Reverting Walk Down Wall Street, in: Journal of Economic Perspectives, Winter 1989, S. 189 - 202. – *De Charms, R.* (1968): Personal Causation, New York 1968. – *DIVO-Institut für Wirtschaftsforschung, Sozialforschung und angewandte Mathematik* (Hrsg.) (1962): Wertpapiere im Blick des Wirtschaftsbürgers, Frankfurt 1962. – *Dörner, D.* (1981): Über die Schwierigkeiten menschlichen Umgangs mit Komplexität, in: Psychologische Rundschau 1981, S. 163 - 179. – *Dörner, D./Stäudel, T.* (1983): Die Anforderungen komplexer und unbestimmter Probleme, in: *Dörner, D. et al.* (Hrsg.), Lohhausen. Vom Umgang mit Unbestimmtheit und Komplexität, Bern u. a. 1983, S. 19 - 104. – *Einhorn, H. J./Hogarth, R. M.* (1981): Behavioral Decision Theory, in: Annual Review of Psychology 1981, S. 53 - 88. – *Einhorn, H. J./Hogarth, R. M.* (1982a): Behavioral Decision Theory. Processes of Judgment and Choice, in: *Ungson, G. R./Braunstein, D. N.* (eds.), Decision Making, Boston 1982, S. 15 - 41. – *Einhorn, H. J./Hogarth, R. M.* (1982b): Reply to Commentaries, in: *Ungson, G. R./Braunstein, D. N.* (eds.), Decision Making, Boston 1982, S. 53 - 56. – *EMNID-Institut* (1976): Geldverhalten und Geldbewußtsein in der Bevölkerung, Bielefeld 1976. – *EMNID-Institut* (1979): Sparen und Geldanlagen in der Bundesrepublik Deutschland im Juli 1979, Bielefeld 1979. – *Esser, H.* (1973): Kooperation und Verweigerung beim Interview, in: *König, R./Scheuch, E. K.* (Hrsg.), Studien zum Interview, Meisenheim 1973, S. 69 - 141. – *Esser, H./Kremer, M./Spangenberg, H.* (1979): Ansätze zur Erklärung der Integration von Migranten – Theoretische Grundlagen zur Erforschung des Verhaltens ausländischer Arbeitnehmer in der Bundesrepublik Deutschland, in: *Esser, H. et al.* (Hrsg.), Arbeitsmigration und Integration. Sozialwissenschaftliche Grundlagen, Königstein 1979, S. 1 - 166. – *Fagley, N. S./Miller, P. M.* (1987): The Effects of Decision Framing on Choice of Risky vs Certain Options, in: Organizational Behavior and Human Decision Processes 1987, S. 264 - 277. – *Fama, E. F.* (1970): Efficient Capital Markets, in: Journal of Finance 1970, S. 383 - 417. – *Fama, E. F.* (1976): Foundations of Finance, New York 1976. – *Fama, E. F./French, K. R.* (1988): Permanent and Temporary Components of Stock Prices, in: Journal of Political Economy 1988, S. 246 - 273. – *Festinger, L.* (1954): A Theory of Social Comparison Processes, in: Human Relations 1954, S. 117 - 140. – *Fischer, L.* (1991): Der Typus des Aktionärs, in: ZA-Information Nr. 28, S. 20 - 38. – *Fischer, A./Fischer, C.* (1986): Geld im Wandel, Frankfurt

1986. – *Fischer-Winkelmann*, W. F. (1971): Methodologie der Betriebswirtschaftslehre, München 1971. – *Fishbein*, M./*Ajzen*, I. (1975): Belief, Attitude, Intention and Behavior, Reading/Mass. 1975. – *Fleurbaey*, M. (1988): Rational Behaviour and Adaption, in: *Munier*, H. R. (ed.), Risk, Decision and Rationality, Dordrecht 1988, S. 459 - 481. – *Franck*, H. (1981): Sparen, Anlegen und Kreditnehmen im Spiegel der Demoskopie, in: Sparkasse 1981, S. 198 - 205. – *French*, J. R. P./*Raven*, B. (1968): The Bases of Social Power, in: *Cartwright*, D./*Zander*, A. (eds.), Group Dynamics, 3. Aufl., New York 1968, S. 259 - 269. – *Frey*, B. S. (1980): Ökonomie als Verhaltenswissenschaft. Ansatz Kritik und der europäische Beitrag, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaften 1980, S. 21 - 35. – *Frey*, B. S. (1988): Ein ipsatives Modell menschlichen Verhaltens, in: Analyse & Kritik 1988, S. 181 - 205. – *Frey*, B. S. (1990 a): Entscheidungsanomalien. Die Sicht der Ökonomie, in: Psychologische Rundschau 1990, S. 67 - 83. – *Frey*, B. S. (1990 b): Ökonomie als Sozialwissenschaft, München 1990. – *Frey*, B. S./*Foppa*, K. (1986): Human Behavior: Possibilities Explain Action, in: Journal of Economic Psychology 1986, S. 137 - 160. – *Frey*, B. S./*Heggli*, B. (1989): An Ipsative Theory of Business Behavior, in: Journal of Economic Psychology 1989, S. 1 - 20. – *Frey*, B. S./*Stroebe*, W. (1980): Ist das Modell des Homo Oeconomicus „unpsychologisch“?, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 1980, S. 82 - 97. – *Frey*, D. (1981): Informationssuche und Informationsbewertung bei Entscheidungen, Bern u. a. 1981. – *Frey*, D./*Stahlberg*, D. (1990): Erwartungsbildung und Erwartungsveränderungen bei Börsenakteuren, in: *Maas*, P./*Weibler*, J. (Hrsg.), Börse und Psychologie, Köln 1990, S. 102 - 139. – *Gilad*, B./*Kaish*, S./*Loeb*, P. D. (1988): From Economic Behavior to Behavioral Economics, in: *Earl*, P. E. (ed.), Behavioral Economics, Vol. II, Southampton 1988, S. 437 - 458. – *Globus* (1989): Wie die Sparer ihr Geld anlegen, in: Sparkasse 1989, S. 387. – *Gottschalk*, I./*Grunert*, K. G. (1982): Ökonomische und psychologische Theorien zum Informationsverhalten: Irrationales Verhalten oder kognitive Rationalität, in: *Streißler*, E. (Hrsg.), Information in der Wirtschaft, Berlin 1982, S. 325 - 327. – *Grochla*, E./*Thom*, N. (1980): Organisationsformen, in: *Grochla*, E. (Hrsg.), Handwörterbuch der Organisation, 2. Aufl., Stuttgart 1980, S. 1494 - 1517. – *Grossman*, S./*Stiglitz*, J. E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: American Economic Review 1980, S. 397 - 408. – *Grunwald*, J.-G. (1981): Eine Analyse der privaten Kapitalanlage, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium 1981, S. 1 - 8. – *Grunwald*, W. (1983): Zur Krise der verhaltenswissenschaftlichen Betriebswirtschaftslehre – Eine Erwiderung auf G. Behrens: Grenzen der empirischen, verhaltenswissenschaftlichen Betriebswirtschaftslehre, in: *Fischer-Winkelmann*, W. F. et al. (Hrsg.), Paradigmawechsel in der Betriebswirtschaftslehre?, Spardorf 1983, S. 102 - 122. – *Hageböck*, J./*May*, R. S./*Jungermann*, H. (1986): The Effect of Internal and External Information on the Stability of Preference Structures and Decisions, in: *Scholz*, R. W. (ed.), Current Issues in West German Decision Research, Frankfurt u. a. 1986, S. 95 - 106. – *Hauschildt*, J. (1977): Entscheidungsziele, Tübingen 1977. – *Heckhausen*, H. (1963): Hoffnung und Furcht in der Leistungsmotivation, Meisenheim 1963. – *Heckhausen*, H. (1965): Leistungsmotivation, in: *Thomae*, H. (Hrsg.), Handbuch der Psychologie, 2. Bd.: Allgemeine Psychologie, II. Motivation, 2. Aufl., Göttingen 1965, S. 602 - 702. – *Heckhausen*, H. (1977): Motiv und Motivation, in: *Herrmann*, T. et al. (Hrsg.), Handbuch psychologischer Grundbegriffe, München 1977, S. 296 - 313. – *Heider*, F. (1958): The Study of Interpersonal Relations, New York 1958. – *Heinisch*, E. C. (1990): Hochglanz allein stellt Kleinaktionäre nicht mehr zufrieden, in: Blick durch die Wirtschaft, 25. 9. 1990, S. 1. – *Hey*, J. D. (1987): Prospects for Mathematical Psychological Economics, in: *Earl*, P. E. (ed.), Psychological

Economics. Development, Tensions, Prospects, Boston u. a. 1987, S. 85 - 100. – *Hey, J. D.* (1988): Experimental Investigations into Economic Behaviour under Uncertainty, in: *Munier, H. R.* (ed.), Risk, Decision and Rationality, Dordrecht 1988, S. 147 - 162. – *Hilgard, E. R. / Atkinson, R. C.* (1967): Introduction to Psychology, 4. Aufl., New York u. a. 1967. – *Hirshleifer, J.* (1985): The Expanding Domain of Economics, in: American Economic Review 1985, S. 53 - 68. – *Hogarth, R. M. / Reder, M. W.* (1986): Introduction: Perspectives from Economics and Psychology, in: *Hogarth, R. M. / Reder, M. W.* (eds.), Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology, Chicago/ London 1986, S. 1 - 23. – *Hörning, K. H.* (1970): Ansätze zu einer Konsumsoziologie, Freiburg 1970. – *Hudgens, G. A. / Fatkin, L. T.* (1985): Sex Differences in Risk Taking: Repeated Sessions on a Computer-Simulated Task, in: Journal of Psychology 1985, S. 197 - 206. – *Hyman, H. H.* (1968): The Psychology of Status, in: *Hyman, H. H. / Singer, E.* (eds.), Readings in Reference Group Theory and Research, New York 1968, S. 147 - 165. – *Iber, B.* (1987): Entwicklung der Aktionärsstruktur deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, Kiel 1987. – *Jacoby, J. / Kuß, A. / Mazursky, D. / Troutman, T.* (1985): Effectiveness of Security Analyst Information Accessing Strategies: A Computer Interactive Assessment, in: Computers in Human Behavior 1985, S. 95 - 113. – *Jegadeesh, N.* (1991): Seasonality in Stock Price Mean Reversion: Evidence from the U.S. and the U.K., in: Journal of Finance 1991, S. 1427 - 1444. – *Jungermann, H.* (1977): Entscheidung – in der Theorie, Einleitung zur Monographie von W. Lee, Psychologische Entscheidungstheorie, Weinheim/Basel 1977, S. 9 - 37. – *Jungermann, H.* (1983): The Two Camps on Rationality, in: *Scholz, R. W.* (ed.), Decision Making under Uncertainty, Amsterdam u. a. 1983, S. 63 - 86. – *Kaas, K. P.* (1973): Diffusion and Marketing, Stuttgart 1973. – *Kahneman, D.* (1988): Experimental Economics: A Psychological Perspective, in: *Tietz, R. / Albers, W. / Selten, R.* (eds.), Bounded Rational Behavior in Experimental Games and Markets, Berlin u. a. 1988, S. 11 - 18. – *Kahneman, D. / Tversky, A.* (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, in: Econometrica 1979, S. 263 - 291. – *Kahneman, D. / Tversky, A.* (1982): Risiko nach Maß – Psychologie der Entscheidungspräferenzen, in: Spektrum der Wissenschaft, 3/1982, S. 89 - 98. – *Karpoff, J. M.* (1987): The Relation Between Price Changes and Trading Volume, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis 1987, S. 109 - 126. – *Katona, G.* (1962): Die Macht des Verbrauchers, Düsseldorf 1962. – *Katona, G.* (1963): The Relationship between Psychology and Economics, in: *Koch, S.* (ed.), Psychology, New York u. a. 1963, S. 639 - 676. – *Katz, E.* (1968): The Two Step Flow of Communication, in: *Kasserjian, H. H. / Robertson, T. S.* (eds.), Perspectives in Consumer Behavior, Glenview 1968, S. 337 - 350. – *Katz, E. / Lazarsfeld, P. F.* (1955): Personal Influence: The Part Played by People in the Flow of Mass Communications, Glencoe 1955. – *Kelley, H. H.* (1952): Two Functions of Reference Groups, in: *Swanson, T. M.* et al. (eds.), Readings in Social Psychology, 2. Aufl., New York 1952, S. 410 - 414. – *Kelley, H. H.* (1968): Two Functions of Reference Groups, in: *Hyman, H. H. / Singer, E.* (eds.), Readings in Reference Group Theory and Research, New York/London 1968, S. 77 - 83. – *Keppler, M.* (1990): Risiko ist nicht gleich Volatilität, in: Die Bank 1990, S. 610 - 614. – *Keynes, J. M.* (1936): The General Theory of Employment, Interest and Money, London u. a. 1936. – *Kim, M. J. / Nelson, C. R. / Startz, R.* (1991): Mean Reversion in Stock Prices? A Reappraisal of the Empirical Evidence, in: Review of Economic Studies 1991, S. 515 - 528. – *Kimmel, L. H.* (1953): Share Ownership in the United States, Washington 1953. – *Kirsch, W.* (1970): Entscheidungsprozesse, Bd. 1, Wiesbaden 1970. – *Kirsch, W.* (1976): Entscheidungsverhalten und Handhabung von Problemen, München 1976. – *Kirsch, W.* (1978): Die

Handhabung von Entscheidungsproblemen, München 1978. – *Klapprott, J.* (1975): Die Anatomie von Einstellungen. Empirische Ergebnisse zur Feinstruktur einer Einstellung, Nürnberg 1975. – *Kley, M. D.* (1990): Aktien-Marketing kommt in Deutschland in Mode, in: Handelsblatt, 30. 8. 1990, S. B 16. – *Klis, M.* (1970): Überzeugung und Manipulation. Grundlagen einer Theorie betriebswirtschaftlicher Führungsstile, Wiesbaden 1970. – *Kogan, N./Wallach, M. A.* (1964): Risk Taking. A Study in Cognition and Personality, New York u. a. 1964. – *Kogan, N./Wallach, M. A.* (1967): Risk Taking as a Function of the Situation, the Person and the Group, in: *Mandler, G./Mussen, P./Kogan, N./Wallach, M. A.* (eds.), New Directions in Psychology III, New York 1967, S. 111 - 278. – *Kroeber-Riel, W.* (1984): Konsumentenverhalten, 3. Aufl., München 1984. – *Kroll, Y./Levy, H./Rapoport, A.* (1988a): Experimental Test of the Separation Theorem and the Capital Asset Pricing Model, in: American Economic Review 1988, S. 500 - 519. – *Kroll, Y./Levy, H./Rapoport, A.* (1988b): Experimental Tests of the Mean-Variance Model for Portfolio Selection, in: Organizational Behavior and Human Decision Processes 1988, S. 388 - 410. – *Kuhlmann, E.* (1987): Kaufrisiko, in: *Hoyos, C.* et al. (Hrsg.), Wirtschaftspsychologie in Grundbegriffen, München/Weinheim 1987, S. 522 - 533. – *Kupsch, P./Hufschmied, P.* (1979): Wahrgenommenes Risiko und Komplexität der Beurteilungssituation als Determinanten der Qualitätsbeurteilung, in: *Meffert, H.* et al. (Hrsg.), Konsumentenverhalten und Information, Wiesbaden 1979, S. 225 - 257. – *Lampman, R.* (1962): Share of Top Wealth-Holders in National Wealth 1922 - 1956, Princeton 1962. – *Laux, H.* (1982): Entscheidungstheorie, Bd. 1, Berlin u. a. 1982. – *Lazarsfeld, P. F.* et al. (1948): The People's Choice, New York 1948. – *Lea, S. G./Tarpy, R. M./Webley, R.* (1987): The Individual in the Economy, Cambridge u. a. 1987. – *Lease, R. C.* (1974): The Individual Investor, in: Journal of Finance 1974, S. 413 - 433. – *Lease, R. C./Lewellen, W. G./Schlarbaum, G. G.* (1976): Market Segmentation, in: Financial Analysts Journal 1976, S. 53 - 60. – *Lee, C./Shleifer, A./Thaler, R.* (1990): Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle, Working Paper, Cornell University, Ithaca 1990. – *Lefcourt, H. M.* (1966): Internal versus External Control of Reinforcement, in: Psychological Bulletin 1966, S. 206 - 220. – *Lellek, H. U.* (1984): Feststellungen zur Struktur und zum Verhalten privater Geldanleger, in: Sparkasse 1984, S. 298 - 310. – *Leverkus, J. C.* (1969): Das Verhalten der Kleinaktionäre in seiner Bedeutung für die Eigentums politik, Berlin 1969. – *Levin, I. P.* (1987): Associative Effects of Information Framing, in: Bulletin of the Psychonomic Society 1987, S. 85 - 86. – *Levin, I. P./Johnson, R. D./Russo, C. P./Deldin, P. J.* (1985): Framing Effects in Judgment Tasks with Varying Amounts of Information, in: Organizational Behavior and Human Decision Processes 1985, S. 362 - 377. – *Levin, I. P./Snyder, M. A./Chapman, D. P.* (1988): The Interaction of Experiential and Situational Factors and Gender in a Simulated Risky Decision-Making Task, in: Journal of Psychology 1988, S. 173 - 181. – *Levin, S. P./Johnson, R. D./Davis, M. L.* (1987): How Information Frame Influences Risky Decisions: Between-Subjects and Within-Subject Comparisons, in: Journal of Experimental Psychology 1987, S. 43 - 54. – *Lewellen, W. C./Lease, R. C./Schlarbaum, G. G.* (1977): Patterns of Investment Strategy, in: Journal of Business 1977, S. 296 - 333. – *Lewellen, W. C./Lease, R. C./Schlarbaum, G. G.* (1979): Investment Performance and Investor Behavior, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis 1979, S. 233 - 257. – *Loewenstein, G./Thaler, R. H.* (1989): Anomalies: Intertemporal Choice, in: Journal of Economic Perspectives 1989, S. 181 - 193. – *Loomes, G.* (1989): Predicted Violations of the Invariance Principle in Choice under Uncertainty, in: Annals of Operations Research 1989, S. 103 - 113. – *MacCrimmon, K. R./Wehrung, D. A.* (1986):

Taking Risks: The Management of Uncertainty, New York/London 1986. – *MacCrimmon*, K. R./*Wehrung*, D. A. (1990): Characteristics of Risk Taking Executives, in: *Management Science* 1990, S. 422 - 435. – *MacFadyen*, A. J./*MacFadyen*, H. W. (1986a): Introduction, in: *MacFadyen*, A. J./*MacFadyen*, H. W. (eds.), *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, Amsterdam u. a. 1986, S. 1 - 8. – *MacFadyen*, A. J./*MacFadyen*, H. W. (1986b): Summary and Conclusions, in: *MacFadyen*, A. J./*MacFadyen*, H. W. (eds.), *Economic Psychology: Intersections in Theory and Application*, Amsterdam u. a. 1986, S. 673 - 678. – *MacFadyen*, A. J./*MacFadyen*, H. W. (eds.) (1986): *Economic Psychology*, Amsterdam u. a. 1986. – *Machlup*, F. (1982): The Rationality of „Rational Expectations“, in: *Kredit und Kapital* 1982, S. 172 - 183. – *Mag*, W. (1977): *Entscheidung und Information*, München 1977. – *Maital*, S. (1982): *Minds, Markets and Money*, New York 1982. – *Maital*, S./*Filer*, R./*Simon*, J. (1986): What do People bring to the Stock Market (besides money)?, in: *Gilad*, B./*Kaish*, S. (eds.), *Handbook of Behavioral Economics*, Vol. B, London u. a. 1986, S. 273 - 308. – *March*, J. G. (1978): Bounded Rationality, Ambiguity, and the engineering of Choice, in: *Bell Journal of Economics* 1978, S. 587 - 608. – *March*, J. G. (1988): Bounded Rationality, Ambiguity, and the Engineering of Choice, in: *Bell*, D. E. et al. (eds.), *Decision Making. Descriptive, Normative, and Prescriptive Interactions*, Cambridge u. a. 1988, S. 33 - 57. – *March*, J. G./*Shapira*, Z. (1987): Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking, in: *Management Science* 1987, S. 1404 - 1418. – *March*, J. G./*Simon*, H. A. (1966): *Organizations*, 7th ed., New York u. a. 1966. – *March*, J. G./*Simon*, H. A. (1976): *Organisation und Individuum*, Wiesbaden 1976. – *March*, J. G./*Simon*, H. A. (1977): Kognitive Grenzen der Rationalität, in: *Witte*, E./*Thimm*, A. L. (Hrsg.), *Entscheidungstheorie*, Wiesbaden 1977, S. 41 - 75. – *Markowitz*, H. M. (1959): *Portfolio Selection*, New York u. a. 1959. – *Mathews*, H. L./*Slocum*, J. W./*Woodside*, A. G. (1971): Perceived Risk, Individual Differences, and Shopping Orientations, in: *Gardner*, D. M. (ed.), 1971 Proceedings, 2nd Annual Conference, Association for Consumer Research, College Park 1971. – *Mautz*, R. K. (1967): Conglomerate Reporting and Date Reliability, in: *Financial Executive* 1967. – *Mautz*, R. K. (1968): *Financial Reporting by Diversified Companies*, New York 1968. – *McInish*, T. H./*Srivastava*, R. K. (1984): The Nature of Individual Investors' Heterogeneous Expectations, in: *Journal of Economic Psychology* 1984, S. 251 - 263. – *Meffert*, H. (1986): *Marketing*, 7. Aufl., Wiesbaden 1986. – *Meffert*, H./*Dahlhoff*, H.-D. (1987): Entscheidungen im privaten Haushalt, in: *Hoyos*, C. et al. (Hrsg.), *Wirtschaftspsychologie in Grundbegriffen*, München/Weinheim 1987, S. 216 - 227. – *Merton*, R. K./*Kitt*, A. S. (1950): Contributions to the Theory of Reference Group Behavior, in: *Merton*, R. K./*Lazarsfeld*, P. E. (eds.), *Continuities in Social Research*, Glencoe 1950, S. 42 - 51. – *Meyer*, W. U. (1969): Anspruchsniveau und erlebte Selbstverantwortlichkeit für Erfolg und Mißerfolg in Leistungssituationen, in: *Psychologische Beiträge* 1969, S. 328 - 348. – *Meyer*, W. U. (1973): Leistungsmotiv und Ursachenerklärung von Erfolg und Mißerfolg, Stuttgart 1973. – *Montgomery*, H./*Svenson*, O. (1983): A Think Aloud Study of Dominance Structuring in Decision Processes, in: *Tietz*, R. (ed.), *Aspiration Levels in Bargaining and Economic Decision Making*, Berlin u. a. 1983, S. 366 - 383. – *Oehler*, A. (1990a): Die Akzeptanz der technikgestützten Selbstbedienung im Privatkundengeschäft von Universalbanken, Stuttgart 1990. – *Oehler*, A. (1990b): Das Anlageverhalten von Privatkunden – die Sicht der Anlageberater, in: *Sparkasse* 1990, S. 493 - 497. – *Oehler*, A. (1991a): Anlageverhalten als Entscheidungsprozeß – die Anwendung des Informationsverarbeitungsansatzes und des Problemhandhabungsansatzes zur Erklärung von Anlegerverhalten, Diskussionspapier Nr. 164, Diskussionsbeiträge des Fachbereich

Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen, Hagen 1991. – Oehler, A. (1991b): „Anomalien“, „Irrationalitäten“ oder „Biases“ der Erwartungsnutzentheorie und ihre Relevanz in Finanz- und Kapitalmärkten, Diskussionspapier Nr. 165, Diskussionsbeiträge des Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen, Hagen 1991. – Oehler, A. (1991c): Methodische Basis einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Kapitalmarktforschung, Diskussionspapier Nr. 173, Diskussionsbeiträge des Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen, Hagen 1991. – Oehler, A. (1991d): „Anomalien“ im Anlegerverhalten, in: Die Bank 1991, S. 600 - 607. – Oehler, A. (1992a): „Anomalien“, „Irrationalitäten“ oder „Biases“ der Erwartungsnutzentheorie und ihre Relevanz für Finanzmärkte, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1992, S. 97 - 124. – Oehler, A. (1992b): Empirisch-experimentelle Analyse des Verhaltens privater Anleger im Kapitalmarktzusammenhang – erste Ergebnisse, Diskussionspapier Nr. 194, Diskussionsbeiträge des Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen, Hagen 1992. – Oehler, A./Mesel, K. (1990): Kleinanleger als stabilisierender Faktor für die deutschen Wertpapiermärkte, in: Die Bank 1990, S. 560 - 564. – Oesterreich, R. (1981): Handlungsregulation und Kontrolle, München u. a. 1981. – Ostlund, L. E. (1971): The Interactions of Self-Confidence Variables in the Context of Innovative Behavior, in: Allvine, F. C. (ed.), Combined Proceedings of the 1971 Spring and Fall Conference of the American Marketing Association, New York 1971, S. 351 - 357. – Ostlund, L. E. (1973): Product Specific Self-Confidence Related to Buying Intentions, in: Howard, J. A./Ostlund, L. E. (eds.), Buyer Behavior, New York 1973, S. 434 - 442. – Panne, F. (1977): Das Risiko im Kaufentscheidungsprozeß des Konsumenten. Die Beiträge risikotheorietischer Ansätze zur Erklärung des Kaufentscheidungsverhaltens von Konsumenten, Frankfurt/Zürich 1977. – Pavel, P. (1987): Einkommen und Ersparnis – Schichtung nach sozialen Gruppen, in: Sparkasse 1987, S. 138 - 142. – Payne, J. W./Braunstein, M. L./Carroll, J. S. (1978): Exploring Predecisional Behavior: An Alternative Approach to Decision Research, in: Organizational Behavior and Human Performance 1978, S. 17 - 44. – Philipp, F. (1967): Risiko und Risikopolitik, Stuttgart 1967. – Philipp, F. (1976): Risiko und Risikopolitik, in: Grochla, E./Wittmann, W. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 3453 - 3460. – Poterba, J./Summers, L. (1988): Temporary Components of Stock Prices: Evidence and Implications, in: Journal of Financial Economics 1988, S. 27 - 59. – Pratt, J. W. (1964): Risk Aversion in the Small and in the Large, in: Econometrica 1964, S. 122 - 136. – Priolo, E./Bretschneider, R. (Hrsg.) (1988): Barrieren gegen den Wertpapierkauf, Bankwissenschaftliche Schriftenreihe, Bd. 68, Wien 1988. – Raaij, W. F. van (1986): Economic Phenomena from a Psychological Perspective: Economic Psychology, in: MacFadyen, A. J./MacFadyen, H. W. (eds.), Economic Psychology: Intersections in Theory and Application, Amsterdam u. a. 1986, S. 9 - 24. – Raaij, W. F. van/Gianotten, H. J. (1990): Consumer Confidence, Expenditure, Saving, and Credit, in: Journal of Economic Psychology 1990, S. 269 - 290. – Raffée, H. (1974): Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre, Göttingen 1974. – Raffée, H. (1989): Gegenstand, Methoden und Konzepte der Betriebswirtschaftslehre, in: Bitz, M. et al. (Hrsg.), Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 2. Aufl., München 1989, S. 1 - 46. – Raffée, H./Grabicke, K./Hefner, M./Schätzle, T./Schöler, M. (1982): Consumer Information Requirements and Information Acquisition with Regard to Decision Making Processes in the Private Household, in: Irle, M. (ed.), Studies in Decision Making, Berlin/New York 1982, S. 489 - 547. – Rapoport, A. (1984): Effects of Wealth on Portfolios under Various Investment Conditions, in: Acta Psychologica

1984, S. 31 - 51. – *Renn, O.* (1984): Risikowahrnehmung der Kernenergie, Frankfurt 1984. – *Reykowski, J.* (1973): Psychologie der Emotionen, Donauwörth 1973. – *Rim, Y.* (1966): Machiavellianism and Decisions Involving Risk, in: *British Journal of Social and Clinical Psychology* 1966, S. 30 - 36. – *Rogers, E. M.* (1962): Diffusion of Innovations, New York 1962. – *Rosenstiel, L. von* (1990): Motivationale Aspekte des Verhaltens von Börsenteilnehmern, in: *Maas, P./Weibler, J.* (Hrsg.), *Börse und Psychologie*, Köln 1990, S. 58 - 71. – *Rothenbaum, F./Weisz, J. R./Snyder, S. S.* (1982): Changing the World and Changing the Self: A Two-Process Model of Perceived Control, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1976, S. 5 - 37. – *Rotter, J. B.* (1954): *Social Learning and Clinical Psychology*, New York 1954. – *Rotter, J. B.* (1966): Generalized Expectancies for Internal Versus External Control of Reinforcement, in: *Psychological Monographs* 1966, S. 1 - 28. – *Rotter, J. B./Seeman, M./Liverant, S.* (1962): Internal versus External Control of Reinforcement, in: *Washburne, N. F.* (ed.), *Decisions, Values and Groups*, Vol. 2, London 1962, S. 473 - 516. – *Ruda, W.* (1988): Ziele privater Kapitalanleger, Wiesbaden 1988. – *Rutschmann, M.* (1986): Verändertes Konsumenten-Verhalten fordert neue Strategien der Werbung, in: *Thesis*, 1/1986, S. 54 - 57. – *Sauerermann, H./Selten, R.* (1962): Anspruchsanpassungstheorie der Unternehmen, in: *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 1962, S. 577 - 597. – *Schachter, S./Gerin, W./Hood, D. C./Andreassen, P.* (1985): Was the South Sea Bubble a Random Walk?, in: *Journal of Economic Behavior and Organization* 1985, S. 323 - 329. – *Schachter, S./Hood, D. C./Andreassen, P. B./Gerin, W.* (1986): Aggregate Variables in Psychology and Economics: Dependence and the Stock Market, in: *Gilad, B./Kaish, S.* (eds.), *Handbook of Behavioral Economics*, Vol. B, Greenwich/London 1986, S. 237 - 272. – *Schachter, S./Hood, D. C./Gerin, W./Andreassen, P./Rennert, M.* (1985): Some Causes and Consequences of Dependence and Independence in the Stock Market, in: *Journal of Economic Behavior and Organization* 1985, S. 339 - 357. – *Schachter, S./Quelette, R./Whittle, B./Gerin, W.* (1987): Effects of Trend and of Profit or Loss on the Tendency to Sell Stock, in: *Basic and Applied Social Psychology* 1987, S. 259 - 271. – *Schanz, G.* (1977): *Grundlagen der verhaltenstheoretischen Betriebswirtschaftslehre*, Tübingen 1977. – *Schanz, G.* (1979): *Betriebswirtschaftslehre als Sozialwissenschaft*, Stuttgart u. a. 1979. – *Schanz, G.* (1987): Zwei Arten des Abstrahierens oder: Ist es rational, daß Ökonomen Nicht-Ökonomen die Behandlung ökonomischer Probleme überlassen?, in: *Schmidt, R. H./Schor, G.* (Hrsg.), *Modelle in der Betriebswirtschaftslehre*, Wiesbaden 1987, S. 85 - 102. – *Schanz, G.* (1988): *Erkennen und Gestalten*, Stuttgart 1988. – *Schanz, G.* (1990): Der verhaltenstheoretische Ansatz in der Betriebswirtschaftslehre, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 1990, S. 229 - 234. – *Schauenberg, B.* (1985): Jenseits von Logik und Empirie – Anmerkungen zur Pragmatik betriebswirtschaftlicher Entscheidungstheorie, in: *Stöppler, S.* (Hrsg.), *Information und Produktion – Beiträge zur Unternehmenstheorie und Unternehmensplanung*, Stuttgart 1985, S. 277 - 292. – *Schauenberg, B.* (1990): Dreiecksdiagramm in der Diskussion um die Erwartungsnutzentheorie, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 1990, S. 135 - 151. – *Schmidt, R. H.* (1981a): Ein neo-institutionalistischer Ansatz der Finanzierungstheorie, in: *Rühli, E./Thommen, J.-P.* (Hrsg.), *Unternehmungsführung aus finanz- und bankwirtschaftlicher Sicht*, Stuttgart 1980, S. 135 - 154. – *Schmidt, R. H.* (1981b): Grundformen der Finanzierung. Eine Anwendung des neo-institutionalistischen Ansatzes der Finanzierungstheorie, in: *Kredit und Kapital* 1981, S. 186 - 221. – *Schmidt, R. H.* (1982): Rechnungslegung als Informationsproduktion auf nahezu effizienten Kapitalmärkten, in: *Streißler, E.* (Hrsg.), *Information in der Wirtschaft*, Berlin 1982, S. 187 - 193. – *Schmidt, R. H.*

(1983a): Zur Entwicklung der Finanztheorie, in: *Fischer-Winkelmann, W. F. et al.* (Hrsg.), *Paradigmawechsel in der Betriebswirtschaftslehre?*, Spardorf 1983, S. 464 - 500. – *Schmidt, R. H.* (1983b): Zur Lösbarkeit von Vorentscheidungsproblemen, in: *Bühler, W. et al.* (Hrsg.), *Operations Research Proceedings 1982*, Berlin u. a. 1983, S. 417 - 425. – *Schmidt, R. H.* (1985): Venture-Capital aus der Sicht der Finanzierungstheorie, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1985*, S. 421 - 437. – *Schmidt, R. H.* (1986): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 2. Aufl., Wiesbaden 1986. – *Schmidt, R. H.* (1988): Neuere Property Rights-Analysen in der Finanzierungstheorie, in: *Budäus, D.* (Hrsg.), *Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte*, Wiesbaden 1988, S. 239 - 267. – *Schoemaker, P. J. H.* (1980): *Experiments on Decision under Risk*, Boston 1980. – *Schoemaker, P. J. H.* (1982): The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations, in: *Journal of Economic Literature* 1982, S. 529 - 563. – *Schoemaker, P. J. H.* (1990a): Strategy, Complexity and Economic Rent, in: *Management Science* 1990, S. 1178 - 1192. – *Schoemaker, P. J. H.* (1990b): Are Risk-Attitudes related across Domains and Response Modes?, in: *Management Science* 1990, S. 1451 - 1463. – *Schönecker, H. G.* (1980): *Bedienerakzeptanz und technische Innovationen*, München 1980. – *Schroder, H. M./Driver, M. J./Streufert, S.* (1975): *Menschliche Informationsverarbeitung*, Weinheim/Basel 1975. – *Schröder, W.* (1986): *Leistungsorientierung und Entscheidungsverhalten*, Frankfurt 1986. – *Schubert, R.* (1990): Das Fehlen von Versicherungsnachfrage – Eine entscheidungstheoretische Anomalie?, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 1990, Bd. 207/5, S. 496 - 509. – *Schweiger, G./Kurz, H.* (1977): *Soziodemographische und psychographische Merkmale privater Geldanleger*, Wien 1977. – *Schweiger, G./Mazanec, J./Wiegele, O.* (1976): Das Modell des „erlebten Risikos“ („perceived risk“), in: *Der Markt* 1976, S. 93 - 102. – *Schweiger, G./Mazanec, J./Wiegele, O.* (1977): *Das erlebte Risiko als Determinante der Sparentscheidungen*, Arbeitspapiere der absatzwirtschaftlichen Institute der Wirtschaftsuniversität Wien, Nr. 7, Wien 1977. – *Selye, H.* (1981): *Geschichte und Grundzüge als Strefkkonzept*, in: *Nitsch, J. R.* (Hrsg.), *Stress*, Bern u. a. 1981, S. 163 - 187. – *Shapira, Z.* (1986): *Risk in Managerial Decision Making*, Unpublished Manuscript, Hebrew University 1986. – *Shefrin, H. M./Statman, M.* (1985a): *A Mental Accounting Based Portfolio Theorie*, Working Paper, Santa Clara University, Santa Clara 1985. – *Shefrin, H. M./Statman, M.* (1985b): *The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence*, in: *Journal of Finance* 1985, S. 777 - 792. – *Shefrin, H. M./Thaler, R. H.* (1988): *The Behavioral Life-Cycle Hypothesis*, in: *Economic Inquiry* 1988, S. 609 - 643. – *Shibutani, T.* (1973): *Reference Groups as Perspectives*, in: *Kasserjian, H. H./Robertson, T. S.* (eds.), *Perspectives in Consumer Behavior*, 2. Aufl., Glenview 1973, S. 299 - 309. – *Shleifer, A./Summers, L. H.* (1990): *The Noise Trader Approach to Finance*, in: *Journal of Economic Perspectives*, Spring 1990, S. 19 - 33. – *Sieber, J. E./Lanzetta, J. T.* (1964): *Conflict and Conceptual Structure as Determinants of Decision Making Behavior*, in: *Journal of Personality* 1964, S. 622 - 641. – *Siegel, F. W./Hoban, J. P.* (1982): *Relative Risk Aversion Revisited*, in: *Review of Economics and Statistics* 1982, S. 481 - 487. – *Siegel, S.* (1957): *Level of Aspiration and Decision Making*, in: *Psychological Review* 1957, S. 253 - 262. – *Simon, H. A.* (1957): *Models of Man*, New York 1957. – *Simon, H. A.* (1959): *Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science*, in: *American Economic Review* 1959, S. 253 - 283. – *Simon, H. A.* (1963): *Economics and Psychology*, in: *Koch, S.* (ed.), *Psychology*, New York 1963, S. 685 - 723. – *Simon, H. A.* (1978): *Information-Processing Theory of Human Problem Solving*, in: *Estes, W. K.* (ed.), *Handbook of Learning and*

Cognitive Processes, Vol. 5, Hillsdale 1978, S. 271 - 293. – *Simon, H. A.* (1981): The Sciences of the Artificial, 2nd ed., Cambridge 1981. – *Simon, H. A.* (1986a): Alternative Visions of Rationality, in: *Arkes, H. R./Hammond, K. R.* (eds.), Judgment and Decision Making: An Interdisciplinary Reader, Cambridge u.a. 1986, S. 97 - 113. – *Simon, H. A.* (1986b): Rationality in Psychology and Economics, in: *Hogarth, R. M./Reder, M. W.* (eds.), Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology, Chicago/London 1986, S. 25 - 40. – *Simon, H. A.* (1988): Rationality as a Process and as Product of Thought, in: *Bell, D. E.* et al. (eds.), Decision Making. Descriptive, Normative, and Prescriptive Interactions, Cambridge u.a. 1988, S. 58 - 77. – *Slovic, P.* (1972a): Information Processing, Situation Specificity, and the Generality of Risk-Taking Behavior, in: Journal of Personality and Social Psychology 1972, S. 128 - 134. – *Slovic, P.* (1972b): Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making, in: Journal of Finance 1972, S. 779 - 799. – *Slovic, P./Fischhoff, B./Lichtenstein, S.* (1982): Why Study Risk Perception, in: Risk Analysis 1982, S. 83 - 93. – *Smith, V. L.* (1989): Theory, Experiment and Economics, in: Journal of Economic Perspectives 1989, S. 151 - 169. – *Solidus* (1989): Frauen scheuen risikante Wertpapiere, in: Die Zeit, 6. 10. 1989, S. 39. – *Solidus* (1991): Schlafen die Sparkassen?, in: Die Zeit, 8. 2. 1991, S. 35. – *Spiegel-Verlag* (1980): Soll und Haben, Hamburg 1980. – *Spiegel-Verlag* (1984): Soll und Haben 2, Hamburg 1984. – *Spiegel-Verlag* (1989): Soll und Haben 3, Hamburg 1989. – *Stern-Anzeigenabteilung* (1985): MarkenProfile, Hamburg 1985. – *Stern-Anzeigenabteilung* (1987): MarkenProfile 2, Hamburg 1987. – *Stern-Anzeigenabteilung* (1989): MarkenProfile 3, Hamburg 1989. – *Streifert, S.* (1970): Complexity and Complex Decision Making, in: Journal of Experimental Social Psychology 1970, S. 494 - 509. – *Strümpel, B.* (1987a): Die Psychologie gesamtwirtschaftlicher Prozesse, in: *Hoyos, C.* et al. (Hrsg.), Wirtschaftspsychologie in Grundbegriffen, München/Weinheim 1987, S. 15 - 29. – *Strümpel, B.* (1987b): Interkulturelle Differenzen wirtschaftlichen Verhaltens, in: *Hoyos, C.* et al. (Hrsg.), Wirtschaftspsychologie in Grundbegriffen, München/Weinheim 1987, S. 569 - 575. – *Strümpel, B./Katona, G.* (1983): Psychologie gesamtwirtschaftlicher Prozesse, in: *Irle, M.* (Hrsg.), Marktpsychologie, Handbuch der Psychologie, Band 12, 1, Göttingen u.a. 1983, S. 225 - 281. – *Süllwold, F.* (1975): Theorie und Methodik der Einstellungsmessung, in: *Graumann, C. F.* (Hrsg.), Handbuch der Psychologie, 7. Bd., 2. Aufl., Göttingen 1975, S. 475 - 514. – *Szallies, R.* (1990): Verbraucherverhalten und Finanzdienstleistungsmarkt in den 90er Jahren, in: Finanzierung Leasing Factoring, 14/1990, S. 127 - 133. – *Szpiro, G. G.* (1983): The Hypotheses of Absolute and Relative Risk Aversion: An Empirical Study Using Cross-Section Data, in: Geneva Papers on Risk and Insurance 1983, S. 336 - 349. – *Thaler, R. H.* (1986): The Psychology and Economics Conference Handbook: Comments on Simon, on Einhorn and Hogarth, and on Tversky and Kahneman, in: *Hogarth, R. M./Reder, M. W.* (eds.), Rational Choice. The Contrast between Economics and Psychology, Chicago/London 1986, S. 95 - 100. – *Thaler, R. H.* (1987a): Anomalies: The January Effect, in: Journal of Economic Perspectives, Summer 1987, S. 197 - 201. – *Thaler, R. H.* (1987b): Anomalies: Seasonal Movements in Security Prices II: Weekend, Holiday, Turn of the Month, and Intraday Effects, in: Journal of Economic Perspectives, Fall 1987, S. 169 - 177. – *Thaler, R. H.* (1987c): The Psychology of Choice and the Assumptions of Economics, in: *Roth, A. E.* (ed.), Laboratory Experimentation in Economics, New York 1987, S. 99 - 130. – *Thaler, R. H.* (1988): Anomalies: The Winner's Curse, in: Journal of Economic Perspectives, Winter 1988, S. 191 - 202. – *Thaler, R. H.* (1990): Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts, in: Journal of Economic Per-

spectives, Winter 1990, S. 193 - 205. – *Thaler, R. H./Johnson, E. J.* (1990): Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, in: *Management Science* 1990, S. 643 - 660. – *Thaler, R. H./Shefrin, H. M.* (1981): An Economic Theory of Self Control, in: *Journal of Political Economy* 1981, S. 392 - 410. – *Thomae, H.* (1965) (Hrsg.): Die Motivation menschlichen Handelns, Köln u. a. 1965. – *Tietz, R.* (1983): Anspruchsausgleich versus Nutzenmaximierung, in: *Wirtschaftsdienst* 1983, S. 519 - 524. – *Tietz, R.* (1987): Anspruchsanpassung und Verhandlungsverhalten, *Frankfurter Arbeiten zur experimentellen Wirtschaftsforschung*, Nr. A 25, Frankfurt, 1987. – *Tietz, R.* (1988): Experimental Economics: Ways to Model Bounded Rational Bargaining Behavior, in: *Tietz, R./Albers, W./Selten, R.* (eds.), *Bounded Rational Behavior in Experimental Games and Markets*, Berlin u. a. 1988, S. 3 - 10. – *Tietz, R.* (1991): Semi-normative Theories Based on Bounded Rationality, *Frankfurter Arbeiten zur experimentellen Wirtschaftsforschung*, Nr. A 31, Frankfurt, Juli 1991. – *Tversky, A./Thaler, R. H.* (1990): Anomalies: Preference Reversals, in: *Journal of Economic Perspectives*, Spring 1990, S. 201 - 211. – *Viscusi, W. K.* (1989): Prospective Reference Theory: Toward an Explanation of the Paradoxes, in: *Journal of Risk and Uncertainty* 1989, S. 235 - 264. – *Vossebein, U. W.* (1990): Eingeschränkt rationales Marktverhalten, Frankfurt u. a. 1990. – *Wallach, M. A./Kogan, N.* (1959): Sex Differences and Judgment Processes, in: *Journal of Personality* 1959, S. 555 - 564. – *Wallach, M. A./Kogan, N.* (1961): Aspects of Judgment and Decision-Making, in: *Behavioral Science* 1961, S. 23 - 36. – *Wärneryd, K.-E.* (1986): Economic and Psychological Approaches to the Study of Economic Behavior: Similarities and Differences, in: *Brehmer, B. et al.* (1986): *New Directions in Research on Decision Making*, Amsterdam u. a. 1986, S. 29 - 58. – *Weber, M./Camerer, C.* (1991): The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis, Working Paper, Kiel und Chicago 1991. – *Weichert, R./Zietz, J.* (1987): Das Anlageverhalten der privaten Haushalte am Kapitalmarkt, in: *Schneider, D.* (Hrsg.), *Kapitalmarkt und Finanzierung*, Berlin 1987, S. 299 - 309. – *Weiner, B.* (1975): Die Wirkung von Erfolg und Mißerfolg auf die Leistung, Stuttgart 1975. – *Weiner, B.* (1976): *Theorien der Motivation*, Stuttgart 1976. – *Weiner, B./Kukla, A.* (1970): An Attributional Analysis of Achievement Motivation, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1970, S. 1 - 20. – *Weiner, B./Potepan, P. A.* (1970): Personality Correlates and Affective Reaction Towards Exams of Succeeding and Failing College Students, in: *Journal of Educational Psychology* 1970, S. 144 - 151. – *Weiner, B. et al.* (1971): *Perceiving the Causes of Success and Failure*, New York 1971. – *Wiendieck, G.* (1990): Börse als vernachlässigter Bereich der Wirtschaftspsychologie, in: *Maas, P./Weibler, J.* (Hrsg.), *Börse und Psychologie*, Köln 1990, S. 38 - 57. – *Wild, J.* (1975): *Methodenprobleme in der Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 1 und 2, 4. Aufl., Stuttgart 1975. – *Wiswede, G.* (1972): *Soziologie des Verbraucherverhaltens*, Stuttgart 1972. – *Wiswede, G.* (1973): *Motivation und Verbraucherverhalten*, 2. Aufl., München 1973.