

## Berichte

### Zur Risikobereitschaft privater Geldanleger

Von Horst Müller, Köln<sup>1</sup>

#### I. Problemstellung

Bei der Analyse privater Portfolioentscheidungen steht der Konflikt zwischen Sicherheit und Rendite im Mittelpunkt<sup>2</sup>. So versprechen Aktien ebenso wie manche Fremdwährungsanleihen langfristig eine bessere Performance als Papiere ohne Zins-, Kurs- oder Währungsrisiko. Dieser hohe Erwartungswert der Rendite risikobehafteter Papiere spricht aus normativer Sicht durchaus dafür, einen Teil des Portfolios jeweils aus solchen Titeln zu bilden, zumal unter Berücksichtigung von Interkorrelationen zwischen den Risiken<sup>3</sup> eine deutliche Reduktion des Risikos im Gesamtportfolio möglich ist<sup>4</sup>.

Neben solchen aus individueller Sicht normativen Argumenten sprechen auch eine Reihe gesamtgesellschaftlicher Argumente für risikobehaftete Anlagen – insbesondere für die Aktienanlage<sup>5</sup>:

*Aus wirtschaftspolitischer Perspektive* führt zunehmender Aktienbesitz zu einer erhöhten Bereitstellung von Einkommensbestandteilen als Produktivkapital, und damit insbesondere auch zu einer höheren Eigenkapitalquote der Unternehmen, mit positiven Implikationen auf Stabilität und Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Insbesondere führt die Bereitstellung von Eigenkapital zu einer Erleichterung von Investitionen

---

<sup>1</sup> Institut für Wirtschafts- und Sozialpsychologie, Universität zu Köln/psychonomics Gesellschaft für wirtschafts- und sozialpsychologische Forschung mbH, Köln.

<sup>2</sup> Vgl. *Adelt* u. a. 1994.

<sup>3</sup> Im Sinne der Portfolio-Theorie (*Markowitz* 1952).

<sup>4</sup> Zur unterschiedlichen Rendite risikohaltiger und risikofreier Wertpapiere sowie zu normativen Aspekten existiert eine breite finanzwirtschaftliche Literatur. Darauf soll hier aber nicht weiter eingegangen werden, da in diesem Beitrag eine deskriptiv-erklärende und nicht eine normativ-empfehlende Zielsetzung verfolgt wird.

<sup>5</sup> Siehe z.B. *Büschen* 1986, *Fritsch* 1991.

in innovativen und zukunftssträchtigen, aber damit oft riskanten Branchen (gerade das Beispiel der neuen Bundesländer und Osteuropas zeigt den dringenden Bedarf gerade an solchem Risiko-Kapital). Schließlich führt ein hoher Anteil von Kleinaktionären tendenziell zu einer Stabilisierung der Aktienmärkte<sup>6</sup>.

*Aus gesellschaftspolitischer Sicht* ist vor allem eine breitere Verteilung des Besitzes an Produktivkapital zu nennen, und damit, unter der Prämisse langfristig höherer Erträge von Aktien im Vergleich zu anderen Wertpapieren, auch eine höhere Verteilungsgerechtigkeit. Dies steht ggf. in Verbindung zu einem – durch die persönliche Einbindung – höheren Verantwortungsgefühl und Commitment der Anleger bezüglich des Wirtschaftssystems.

Das aus obigen Überlegungen resultierende gesellschaftliche Ziel der Streuung von Aktien über alle sozialen Schichten wurde bereits in den fünfziger Jahren verfolgt, der Erfolg blieb aber damals gering. So schrieb Schmolders<sup>7</sup>: „Die ‚unteren‘ Arbeiter haben dieses Stadium [gemeint ist eine latente Bereitschaft, nicht das notwendige Kapital] noch nicht erreicht“, und weiter „Der vielfach erhoffte Effekt der ‚Verbürgerlichung‘ ist ... weitgehend ausgeblieben: Die Volksaktienkäufer unter den Arbeitnehmern waren bereits verbürgerlicht.“ Aber auch heute, in einem wesentlich gewandelten ökonomischen Umfeld, ist die Situation kaum anders. Nach wie vor überrascht die enorm geringe Verbreitung der entsprechenden Anlageformen in Deutschland. So liegt der Anteil der privaten Haushalte am Aktienbesitz in Deutschland weit hinter vergleichbaren Ländern<sup>8</sup>, und der Anteil der Aktie an den Neuanlagen der westdeutschen privaten Haushalte betrug noch 1991 nur 0,42 Prozent<sup>9</sup>. Auch innerhalb der Gruppe der Vermögensbesitzer rangieren die mit unsicheren Kursen und Erträgen verbundenen Titel auf den hintersten Rängen<sup>10</sup>.

Wenn man die einerseits relativ hohe Rentabilität und andererseits die deutlich zugenommene Aufgeklärtheit und Renditeorientierung der

---

<sup>6</sup> Vgl. *Oehler, Mesel* 1990.

<sup>7</sup> *Schmolders* 1962, S. 178f.

<sup>8</sup> Vgl. *Fritsch* 1991, S. 13. Hinzu kommt, daß fast ein Drittel der privaten Aktionäre Belegschaftsaktionäre sind (*Fritsch* 1991), die durch außergewöhnlich günstige Konditionen „geködert“ werden.

<sup>9</sup> Siehe Handelsblatt vom 13.8.1992. Riskantere Papiere wie Optionsscheine fallen mengenmäßig schon kaum mehr ins Gewicht. Gegenstand der Betrachtung soll auch die Geldanlage, nicht die eigentliche „Spekulation“ sein. Dort sind noch ganz andere Motivationsstrukturen zu erwarten.

<sup>10</sup> Zur Stichprobe siehe Kap. II.

Sparer<sup>11</sup> betrachtet, erstaunt, wie stark die Sicherheitsorientierung das Renditestreben, aber anscheinend auch die „Rationalität“ beherrscht. Und das in einem Verhaltensbereich, in dem „rationales“ Verhalten wohl noch am ehesten zu erwarten wäre, nämlich im Umgang mit Geld.

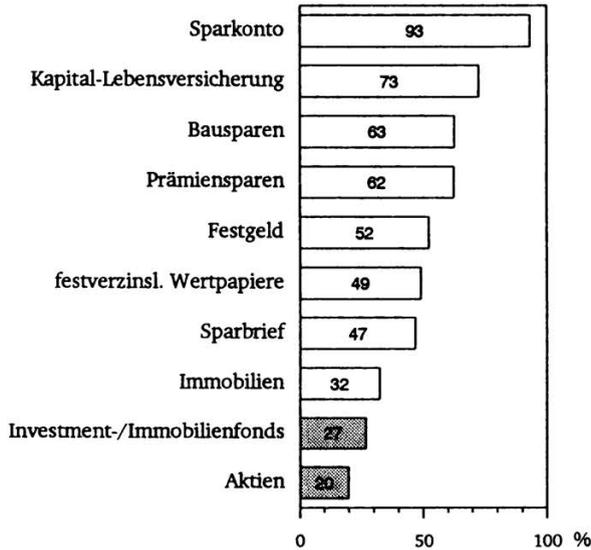


Abb. 1: Nutzung von Anlageformen (alte Bundesländer, Personen mit Geldvermögen über 20 000 DM,  $n = 254$ )<sup>a</sup>

<sup>a</sup> alte Bundesländer, zur Erhebungsform und Stichprobenziehung siehe Kap. II. Aufgrund der hier geringen Stichprobe von 254 Anlegern mit einem Mindestvermögen von über 20.000 DM sind die angegebenen Prozentwerte nicht als präzise zu betrachten. Dennoch dürften die Werte die Relationen zwischen verschiedenen Anlageformen recht zuverlässig spiegeln.

Aus der psychologischen und der entscheidungstheoretischen Forschung liegen schon lange eine Reihe von Befunden vor, die zeigen, daß die meisten Personen in den meisten Situationen eher risikoavers reagieren<sup>12</sup>. Andererseits findet aber auch vielfach eine bewußte Risikosuche statt – im Sinne der Erreichung eines angenehmen Erregungszustandes und unab-

<sup>11</sup> Vgl. *Eppe* 1991.

<sup>12</sup> Siehe z.B. *Kahnemann, Tversky* 1979. Daneben geht die Annahme der Risikoaversion vielfach als Postulat in die Entscheidungstheorie ein, allerdings empirisch nicht oder oft unzureichend gestützt, indem beispielsweise keine hinreichende Trennung zwischen Risiko- und Höhenpräferenz vorgenommen wird (vgl. z.B. *Sieben, Schildbach* 1980, S. 61, *Schildbach* 1989).

hängig von der Verfolgung nachgelagerter Ziele wie der Rendite<sup>13</sup>. Diese letztgenannte, risikosuchende Tendenz scheint sich aber im Anlageverhalten weniger durchzusetzen, betrachtet man die oben aufgeführten Verhaltensdaten.

Vor diesem Hintergrund soll im folgenden die Risikobereitschaft der deutschen Geldanleger beschrieben werden und Unterschiede zwischen der Minderheit der risikobereiten und der Mehrheit der risikoscheuen Anleger aufgezeigt werden. Dabei sollen nicht nur Merkmale herangezogen werden, die risikobereite Anleger beschreiben, sondern vor allem solche, die eine Erklärung interindividueller Differenzen in der Risikobereitschaft leisten.

## II. Stichprobe und Erhebung

Die vorliegenden Analysen stützen sich auf eine im Frühjahr 1992 durchgeführte Erhebung zur Sparmentalität in den alten Bundesländern<sup>14</sup>. Es handelt sich um eine annähernd repräsentative Quotenstichprobe mit 1.039 mündlich Interviewten. Die vorgegebenen Quoten (Alter, Schicht, Wohnort) sind proportional zur Bevölkerung, mit Ausnahme der Geschlechtsquotierung mit einem Anteil von 70 % männlichen Befragten. Dies trägt der immer noch ungleichen Beteiligung der Geschlechter an Geldanlageentscheidungen Rechnung<sup>15</sup>. Befragt wurden jeweils nur Personen, die im Haushalt in Geldangelegenheiten entscheiden oder zumindest mitentscheiden.

## III. Sicherheitsorientierung versus Risikobereitschaft: Einstellungen und Verhalten

Was sich schon in den Daten zur Verbreitung risikohaltiger Anlageformen andeutet, wird auch in den Einstellungen deutlich. Ein *Vergleich der absoluten Wichtigkeit* der vier zentralen Anlagekriterien zeigt zunächst eine Dominanz sowohl von Sicherheits- als auch von Renditestreben<sup>16</sup>:

---

<sup>13</sup> Siehe z.B. *Zuckerman* 1979, *Brengelmann*, *Quast* 1987.

<sup>14</sup> Die Untersuchung wurde gefördert durch die Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation e.V., Bonn. Die Studie wurde konzipiert und durchgeführt durch die Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialpsychologische Forschung e.V. in Köln, die Feldarbeit erfolgte durch die GfK Marktforschung, Nürnberg. Zur Untersuchung siehe ausführlicher *Adelt* u.a. 1993 sowie verkürzt zu den Ergebnissen *Adelt* u.a. 1994.

<sup>15</sup> Vgl. *Kirchler* 1989.

<sup>16</sup> Zu den wesentlichen Entscheidungskriterien bei Portfolioentscheidungen siehe *Adelt* u.a. 1994.

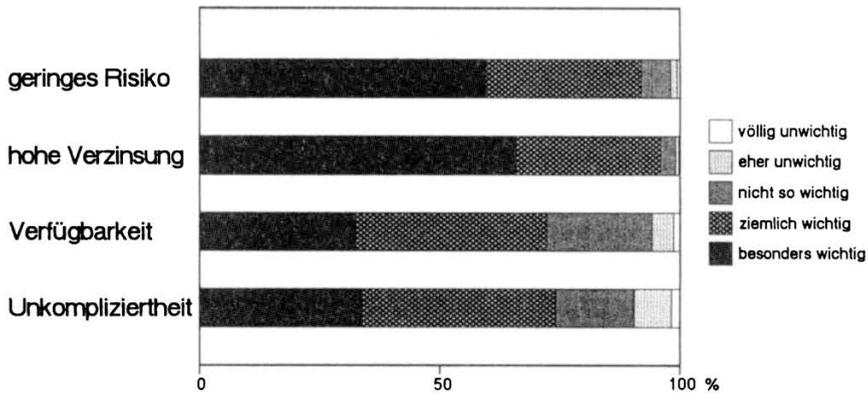


Abb. 2: Wichtigkeit originärer Anlagekriterien  
(Was ist Ihnen bei der Geldanlage wichtig? ...)

Zum direkten Vergleich der Bedeutung von *Sicherheit* und *Rendite* ist obige Fragestellung allerdings nicht geeignet, da dort beide Kriterien vom überwiegenden Teil der Befragten sehr hoch eingestuft werden und somit nur wenig variieren. Bei der direkten Gegenüberstellung entscheiden sich 63 % für Sicherheit und nur 37 % für einen hohen Ertrag<sup>17</sup>.

Diese *Dominanz der Sicherheitsorientierung* manifestiert sich entsprechend auch in Einstellungen gegenüber konkreten, „spekulativeren“ Anlageformen, wie ausländischen Wertpapieren und eben der Aktie (Abb. 3 und 4).

Dementsprechend führen Anleger bei direkter Befragung auch vor allem das Risiko als Grund gegen die Aktiennutzung an (Abb. 5).

Es scheint, daß Sicherheit von den meisten Anlegern als *Ausschlusskriterium* betrachtet wird. Anlageformen, die ein Kurs- oder Währungsrisiko beinhalten, werden auf früher Stufe aus dem Entscheidungsprozeß ausgeschlossen. Dafür spricht auch das Ergebnis einer Entscheidungssituation, die in der Befragung simuliert wurde.

Andere Kriterien, insbesondere die Gewinnaussichten, bleiben auf dieser Stufe vollkommen unberücksichtigt, eine Abwägung von Rendite und Risiko unterbleibt bei einem großen Teil der Befragten.

<sup>17</sup> Die Frage lautete: „Worauf kommt es Ihnen bei der Geldanlage mehr an: Auf geringes Risiko oder auf hohen Ertrag?“

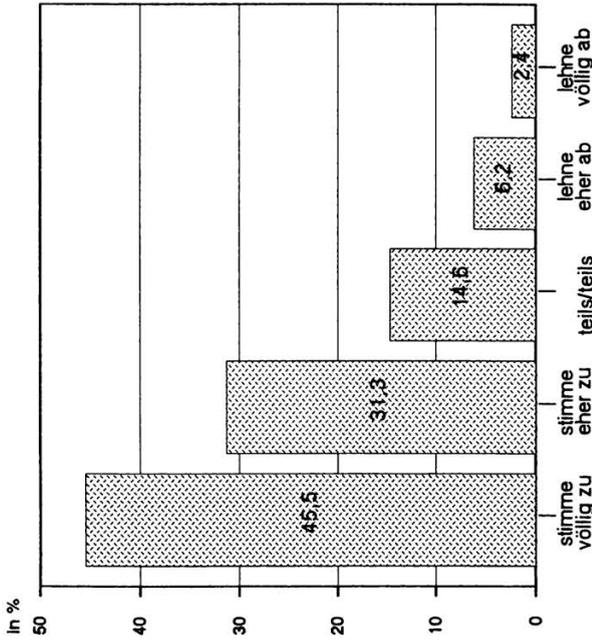


Abb. 4: Einstellung zur Aktie: „Aktien sollte man nur dann kaufen, wenn man wirklich Geld übrig hat.“

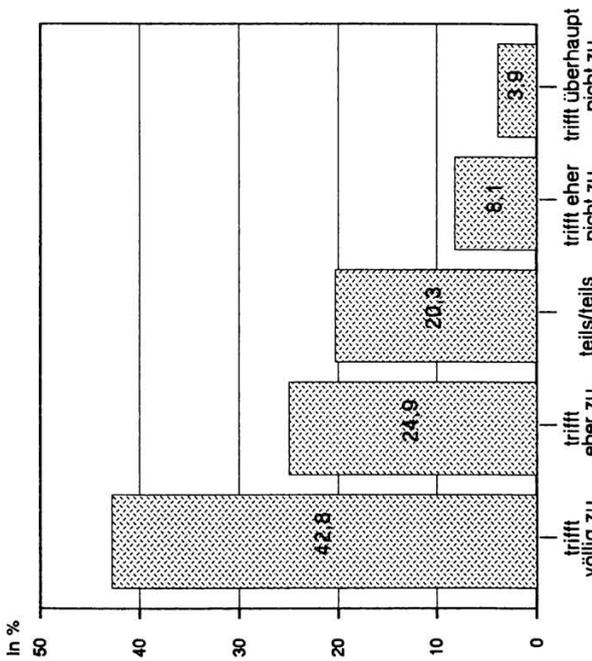


Abb. 3: Einstellung zu ausländischen Wertpapieren: „Ausländische Kapitalanlagen sind mir zu unsicher.“

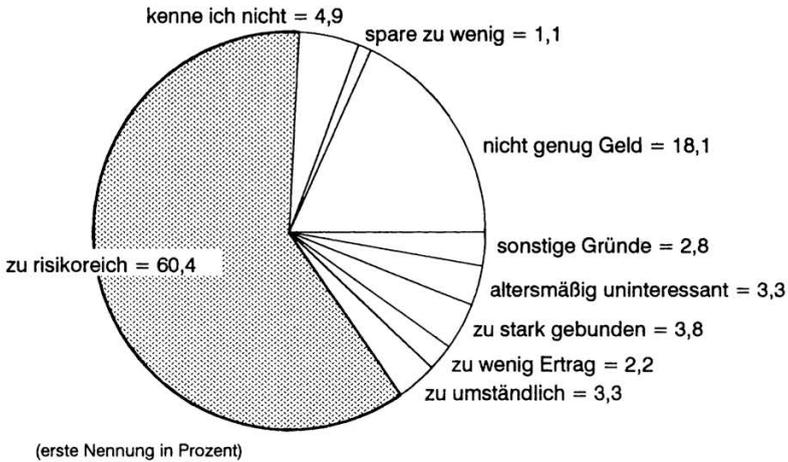


Abb. 5: Gründe gegen die Geldanlage in Aktien  
(Personen mit Geldvermögen über 20 000 DM, n = 180)

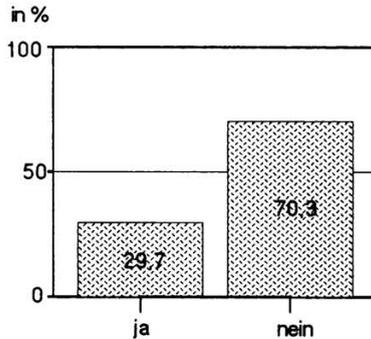


Abb. 6: „Stellen Sie sich vor, Ihnen stände ein Geldbetrag in Höhe von 10 Monatsgehältern zur Verfügung. Würden Sie einen Teil des Geldes auch spekulativ anlegen, also ein gewisses Risiko eingehen, um einen höheren Gewinn zu erzielen?“

#### IV. Determinanten der Risikobereitschaft in der Geldanlage

Im folgenden wollen wir versuchen, Bestimmungsgründe der Risikobereitschaft in der Geldanlage zu identifizieren. Dabei treffen wir hier keine explizite Unterscheidung zwischen *Risikobereitschaft als Einstellung* und dem *Risikoverhalten*, sondern benutzen den Terminus „*Risikobereitschaft*“ als Oberbegriff.

Als Determinanten des Anlageverhaltens werden in der Literatur eher ökonomische Variablen (wie Einkommen oder Vermögen) oder weitere situative Faktoren (wie Lebenszyklus) genannt<sup>18</sup>. Uns interessierte insbesondere, inwiefern psychologische Konstrukte die Erklärung durch solche Faktoren verbessern. Daß dies der Fall ist, kann nicht unbedingt vorausgesetzt werden. So konnten Lunt/Livingstone<sup>19</sup> die Vorhersage des Geldvermögens mittels ökonomischer Merkmale durch den Einbezug psychologischer Variablen nur unwesentlich verbessern (dies galt allerdings nicht für momentanes Sparen und für Verschuldung). Auch Fischer<sup>20</sup> stellte in einer Sekundäranalyse fest, „daß die soziodemographischen Variablen Aktienbesitzer erheblich besser kennzeichnen als Persönlichkeitszüge oder gesellschaftliche Einstellungen.“

Verhalten zu *erklären* heißt jedoch, daß nicht einfach Korrelate erfaßt werden, sondern daß die Gründe des Verhaltens gesucht werden müssen. So gesehen sind demographische Variablen wie Alter oder Geschlecht oft nur vordergründige Faktoren, hinter denen spezifische Sozialisations- und Motivationseinflüsse als eigentliche Verhaltensursache stehen.

Daher haben wir versucht, mit fünf aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht wesentlichen Gruppen von Konstrukten die Risikobereitschaft zu erklären:

### Determinanten der Risikobereitschaft in der Geldanlage

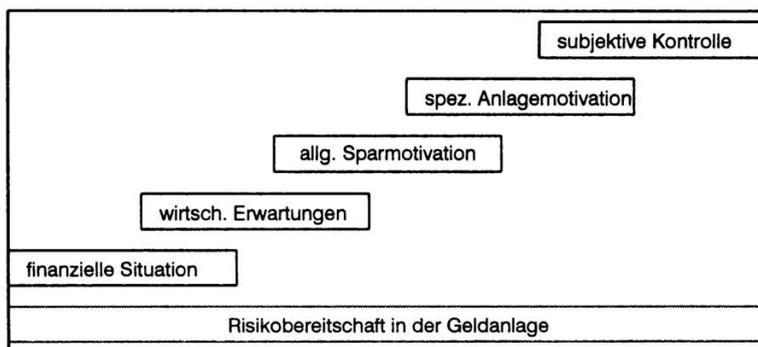


Abb. 7: Determinanten der Risikobereitschaft in der Geldanlage

<sup>18</sup> Einen entsprechenden Überblick über die englischsprachige Literatur bieten Bromiley und Curley 1992, S. 111.

<sup>19</sup> Lunt, Livingstone 1991.

<sup>20</sup> Fischer 1991, S. 32, siehe aber auch Fischer u. a. 1993/1994.

Eine genauere Erörterung der einzelnen Variablen­gruppe erfolgt jeweils im weiteren Text. Die Gruppen sind – von unten nach oben – hierarchisch geordnet. Die Hierarchie folgt<sup>21</sup>

- a) einem eher pragmatisch-technischen Argument, das, was mit Hilfe einfach zugänglicher Variablen wie etwa dem Einkommen zu erklären ist, nicht des Umwegs über schwerer zugängliche psychologische Konstrukte bedarf,
- b) einer Systematik vom Allgemeinen zum Speziellen: Wenn bereichsun­spezifische Konstrukte hinreichend erklärungskräftig sind, kann im Sinne einer sparsamen Modellbildung auf den Einbezug spezifischerer Variablen verzichtet werden.

### 1. Fragestellungen und Methode

Um rein hypothetische Antworten auszuschließen und zudem nur die hier eigentlich interessierende Population einzubeziehen, liegt im folgen­den jeweils nur die Teilstichprobe zugrunde, die nach eigenen Angaben über Geldvermögen verfügt<sup>22</sup>. Der Stichprobenumfang beträgt damit  $n = 518$ .

Vier grundlegende Forschungsfragen sollten beantwortet werden (in Klammern die zur Überprüfung verwendeten statistischen Koeffizienten bzw. Analyseverfahren):

- a) Die Erklärungskraft einzelner Konstrukte<sup>23</sup> ( $r$ )<sup>24</sup>
- b) Die gemeinsame Erklärungskraft je Konstruktklasse (mult.  $R^2$ )<sup>25</sup>
- c) Die Steigerung der Gesamterklärungskraft durch stufenweisen Ein­bezug der Konstruktklassen (gruppenweise hierarchische Regression<sup>26</sup>)
- d) Die gesamte Erklärungskraft des Modells (mult.  $R^2$ ).

<sup>21</sup> Beide Systematiken können hier allerdings nicht völlig stringent eingelöst werden. So lassen sich z.B. Kontrollüberzeugungen und wirtschaftliche Erwartun­gen kaum im Hinblick auf ihre Spezifität ordnen.

<sup>22</sup> Die Zusammensetzung der Stichprobe nach Geschlecht, Bildung und Alter ändert sich dadurch nur minimal.

<sup>23</sup> In der Regel wurde für die Auswertung Intervallskalenniveau unterstellt. Auch wenn dies nicht immer erfüllt ist, erwiesen sich die Ergebnisse gegenüber diesen Verletzungen des Skalenniveaus hinreichend stabil.

<sup>24</sup>  $r$  = Produkt-Moment-Korrelation nach Bravais-Pearson.

<sup>25</sup> mult.  $R^2$  = multipler Determinationskoeffizient (durch mehrere Prädiktor­variablen gemeinsam erklärter Varianzanteil einer Kriteriumsvariablen).

<sup>26</sup> Siehe *Holm* 1993, Kapitel P20.10.

Zur Überprüfung der ersten Forschungsfrage wurden jeweils Hypothesen bezüglich der einzelnen Variablen formuliert<sup>27</sup>. Daneben gelten entsprechend den Forschungsfragen b), c) und d) die grundsätzlichen Hypothesen der Erklärungskraft des Modells insgesamt (d), der absoluten Erklärungskraft jeder Konstruktklasse (b) und der zusätzlichen Erklärungskraft jeder Konstruktklasse (c).

Die Prädiktoren wurden jeweils mit kurzen Skalen aus i.d.R. 3 bis 7 Items gemessen. Diese Skalen wurden in zwei Stufen nach Trennschärfe und innerer Konsistenz aus einem breiten Itempool gebildet.

Als abhängige Variablen dienten:

- a) als Messung auf *Einstellungsebene* eine Skala zur Sicherheitsorientierung<sup>28</sup>,
- b) als *Verhaltensindikator* ein Index der Nutzung von Aktien und Investment-/Immobilienfonds<sup>29</sup>.

Die beiden abhängigen Variablen korrelieren hochsignifikant mit  $r = .51$ .

Die Hypothesen bezüglich der einzelnen Konstrukte werden jeweils in bezug auf die beiden abhängigen Variablen dargestellt. Die generellen Hypothesen werden nur anhand des („strengerem“) Verhaltenskriteriums überprüft.

---

<sup>27</sup> Der Signifikanztest erfolgte ungeachtet der meist einseitigen Hypothesenformulierung jeweils zweiseitig, was einem strengerem Signifikanzkriterium entspricht. Wegen der großen Stichprobe sollte das Augenmerk aber der Höhe und damit den Bedeutsamkeiten der Zusammenhänge gelten und weniger ihrer Signifikanz, da hier bereits geringe Zusammenhänge hochsignifikant sind.

<sup>28</sup> Die Skala besteht aus vier Items:

- 1) Bis zu einem gewissen Betrag würde ich mein Geld auch spekulativ anlegen.
- 2) Um eine höhere Verzinsung bzw. Rendite zu erzielen, nehme ich auch ein erhöhtes Risiko (z.B. Kursschwankungen) in Kauf.
- 3) Bei der Anlage meines Geldes möchte ich kein Risiko in bezug auf die Anlage und die Verzinsung eingehen.
- 4) Wenn ich plötzlich einen größeren Betrag zur Verfügung hätte, dann würde ich vielleicht mit einem Teil davon spekulieren.

<sup>29</sup> Die Intensität der Nutzung der jeweiligen Anlageform wurde jeweils dreistufig erfaßt. Die Aktiennutzung wurde in Relation zur Nutzung von Fonds doppelt gewichtet, da das Risiko hier (im Durchschnitt) wesentlich höher ist. (Allerdings ist diese Verhaltensmessung – vor allem aus Gründen der Akzeptanz im Rahmen einer Befragung – letztendlich recht grob und damit ungenau.)

## 2. Demographische Merkmale

Vor der eigentlichen Analyse von Ursachen soll hier eine kurze Beschreibung risikobereiter Anleger anhand ihrer demographischen Merkmale erfolgen. Aus recht übereinstimmenden Befunden verschiedener Bereiche der Risikoforschung (z.B. im Straßenverkehr oder bei Glücksspielen<sup>30</sup>) lassen sich Hypothesen zu den demographischen Faktoren ableiten, die sich wohl auch weitgehend mit impliziten „Laientheorien“ decken:

- *Alter*: Je älter Anleger sind, desto geringer ist ihre Risikobereitschaft in der Geldanlage.
- *Geschlecht*: Männer sind in der Geldanlage risikobereiter als Frauen.

Als eine Variable, die die Stellung im Lebenszyklus widerspiegelt, nahmen wir das Kriterium „Kinder im Haushalt“ auf:

- Personen mit *Kindern im Haushalt* sind weniger risikobereit in der Geldanlage als Personen ohne Kinder im Haushalt.
- Je höher die *Schulbildung* ist, desto größer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Tabelle 1

### Korrelationen zwischen *sozio-demographischen Merkmalen* und der Risikobereitschaft in der Geldanlage<sup>a</sup>

PRÄDIKTOREN (Demographia)	HYPOTHESE (H <sub>1</sub> )	KRITERIUM	
		Einstellung	Verhalten
<b>Alter</b>	$\rho < 0$	-.23**	-.02
<b>Geschlecht</b>	$(\mu_m - \mu_w) > 0$	.11**	.08
<b>Schulbildung</b>	$\rho > 0$	.22**	.24**
<b>Kinder im Haushalt</b>	$(\mu_m - \mu_o) < 0$	.09	.02
(1 - p) > .95 = *		<b>mult. R<sup>2</sup><sub>Verh.</sub> = .058**</b>	
(1 - p) > .99 = **			

<sup>a</sup> Zur besseren Vergleichbarkeit der statistischen Auswertungen wurde hier auch bei strenggenommen nicht-metrischen Variablen mit Korrelationen gearbeitet. Im Falle des Geschlechtes als dichotomer Variable entspricht die Signifikanzberechnung der Korrelation jedoch exakt der Signifikanzberechnung des hier eigentlich angebrachten *t*-Testes. Auf die Angabe von Partialkorrelationen bzw. Beta-Koeffizienten wird an dieser Stelle verzichtet, da vorerst isolierte Zusammenhänge betrachtet werden sollen. Vgl. aber zur Gewichtung der unterschiedlichen Prädiktorengruppen im Gesamtmodell Kap. IV. Abschnitt 6.

<sup>30</sup> Siehe z.B. *Brengelmann, Quast 1987, Yates 1992.*

Die Alters-, Lebenszyklus- und Geschlechtsvariablen korrelieren auf Einstellungsebene mit Risikobereitschaft (Alter und Geschlecht entsprechend der Hypothese, die Lebenszyklusvariable aber interessanterweise entgegen der Hypothese), dies gilt aber nicht für die Verhaltensebene. Möglicherweise beeinflussen gruppenspezifische Rollenerwartungen – nämlich für Männer und Jugendliche die Bereitschaft zu Risiken – vor allem die Einstellungsmessung, schlagen sich aber weniger auf das Verhalten nieder<sup>31</sup>.

Lediglich die Schulbildung zeigt einen hochsignifikanten, positiven Zusammenhang auch zum Verhalten.

Gemeinsam erklären diese demographischen Merkmale nur 5,8% der Verhaltensvarianz ( $=R^2$ ).

Nun zu den Konstrukten, denen wir eine stärkere kausale Bedeutung unterstellen.

### 3. Aktuelle finanzielle Situation

Es liegt wohl auf der Hand, und deckt sich auch mit bisherigen empirischen Befunden<sup>32</sup>, daß ökonomische Faktoren eine hohe Bedeutung für die Risikobereitschaft haben. Nicht nur das eigentliche Anlagepotential ist durch die ökonomische Situation bestimmt, sondern auch das relative Risiko: Personen mit hohem Einkommen und großen Rücklagen gehen ein relativ geringeres Risiko ein als diejenigen, die aus einem geringen Bestand heraus in Aktien investieren.

Es resultieren die Hypothesen:

- Je größer das *Geldvermögen/der Immobilienbesitz* ist, desto größer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.
- Je höher das *Einkommen* ist, desto größer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Die Hypothesen werden gestützt, wobei Immobilienbesitz allerdings nur auf Verhaltensebene signifikant mit der Risikobereitschaft korreliert. Insgesamt erklären aber auch diese Variablen nur 7,2% der Verhaltensvarianz.

---

<sup>31</sup> Dafür spricht, daß a) Anlageverhalten sozial wenig sichtbar ist und b) im Interview Einstellungstems mehr Spielraum zur positiven Selbstdarstellung lassen als die konkreter formulierten Verhaltensfragen.

<sup>32</sup> Vgl. Lunt, Livingstone 1991, Fischer 1991.

Tabelle 2

**Korrelationen zwischen der *finanziellen Situation* und  
der Risikobereitschaft in der Geldanlage<sup>a</sup>**

PRÄDIKTOREN (Finanzielle Situation)	HYPOTHESE (H <sub>1</sub> )	KRITERIUM	
		Einstellung	Verhalten
Geldvermögen	$\rho > 0$	.14**	.25**
Immobilienbesitz	$\rho > 0$	.05	.13**
Haushalts-Einkommen	$\rho > 0$	.20**	.18**
(1 - p) > .95 = *		<b>mult. R<sup>2</sup><sub>Verh.</sub> = .072**</b>	
(1 - p) > .99 = **			

<sup>a</sup> Eine zusätzliche Aufnahme des Pro-Kopf-Einkommens konnte die Erklärungskraft der ökonomischen Faktoren kaum verbessern und wurde daher wieder verworfen.

#### 4. Wirtschaftliche Erwartungen

Neben der aktuellen Situation spielt wohl auch die *Erwartung der eigenen zukünftigen finanziellen Lage* eine Rolle für die Anlageentscheidung. So konnte Katona<sup>33</sup> deutliche Zusammenhänge zwischen Einkommenserwartung und Sparneigung zeigen. Auch Friedman<sup>34</sup> betont im Rahmen der permanenten Einkommenshypothese die Bedeutung erwarteter Einkommen (hier Einkommen über die gesamte Lebenszeit) für die Sparneigung<sup>35</sup>. Analog ließen sich auch Einflüsse dieser Erwartungen auf die Risikobereitschaft annehmen: Die Bereitschaft, einen Teil des Kapitals zugunsten höherer Renditen „aufs Spiel zu setzen“, sollte bei positiver finanzieller Zukunftsperspektive höher sein als bei negativen Erwartungen.

Wir formulieren daher:

- Je positiver die zukünftige eigene finanzielle Lage eingeschätzt wird, desto größer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Die Einschätzung der zukünftigen finanziellen Lage ist dabei operationalisiert als

- a) die Sparfähigkeit in 12 Monaten,
- b) die finanzielle Lage in 3 - 5 Jahren.

<sup>33</sup> Katona 1960, S. 185 ff.

<sup>34</sup> Friedman 1957.

<sup>35</sup> Hier kommt allerdings in beiden Fällen auch dem Einkommen vergangener Perioden eine hohe Bedeutung zu, einer Variablen, die wir in unserer Erhebung nicht berücksichtigen konnten.

Als weitere Erwartungsvariable scheint die *Antizipation der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* relevant<sup>36</sup>. In Zeiten negativer Erwartungen mag die Risikobereitschaft deutlich zurückgehen. (Allerdings kann natürlich u.U. auch eine „Flucht“ in die Aktie als Sachwert stattfinden.) Andererseits spielen solche Erwartungen natürlich auch in einem nüchternen Investitionskalkül eine Rolle: Die Entwicklung der Inflation, der Konjunktur oder des Zinssatzes bestimmen weitgehend die Rentabilität der Anlage in nicht-festverzinslichen Papieren.

Es ergibt sich die Hypothese:

- Je positiver die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung eingeschätzt wird, desto größer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Bezüglich des Zinses und der Preisentwicklung sind – zumindest auf Verhaltensebene – gegenläufige Einflüsse zu erwarten, weshalb die Hypothesen zweiseitig bleiben:

- Es gibt einen Zusammenhang zwischen der erwarteten Zinsentwicklung und der Risikobereitschaft in der Geldanlage.
- Es gibt einen Zusammenhang zwischen der Inflationserwartung und der Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Die erste Gruppe von Hypothesen (Erwartungen zur individuellen Lage) wird durchgehend signifikant gestützt, wenngleich die Bedeutsamkeit bei den gegebenen Korrelationen nur gering ist. Die Bedeutung der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Erwartungen ist dagegen minimal<sup>37</sup>.

Insgesamt erklären auch die Erwartungen mit 4,2 % nur einen geringen Anteil der Varianz im Verhalten<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Zur Bedeutung von gesamtwirtschaftlichen Erwartungen und Stimmungen auf das Konsum- und Sparverhalten siehe *Schmölders* 1984 und *Schnittker-Reiner* 1987.

<sup>37</sup> Dieser Befund aus einer konjunkturell zumindest relativ ruhigen Zeit läßt sich allerdings nicht beliebig auf extreme wirtschaftliche Situationen generalisieren. Ebenso ist anzunehmen, daß solche Erwartungen kurzfristige Verschiebungen innerhalb des Portefeuilles bedingen, die in unserer allgemeineren Messung der Nutzung von Anlageformen aber nicht erfaßt werden konnten.

<sup>38</sup> Neben dem direkten Einfluß der finanziellen Erwartungen auf die Risikobereitschaft wäre auch ein Einfluß eines generellen Optimismus sowohl auf die Zukunftserwartungen als auch auf die Risikobereitschaft plausibel. Gegen diese Erklärung spricht aber die geringe Korrelation zwischen Risikobereitschaft und den gesamtwirtschaftlichen Erwartungen, die ja ebenfalls diesem Optimismus-Effekt unterliegen müßten.

Tabelle 3

**Korrelationen zwischen wirtschaftlichen Erwartungen  
(Polung: hohe/positive Erw. = positiv)  
und der Risikobereitschaft in der Geldanlage**

PRÄDIKTOREN (Wirtschaftliche Erwartungen)	HYPOTHESE (H <sub>1</sub> )	KRITERIUM	
		Einstellung	Verhalten
<b>zur individuellen</b>			
<b>Situation:</b>			
Sparfähigkeit in 12 Monaten	$\rho > 0$	.16**	.09*
Finanzielle Lage in 3-5 Jahren	$\rho > 0$	.20**	.13**
<b>zur allg. Entwicklung:</b>			
Zinsen in 12 Monaten	$\rho = 0$	-.02	-.11*
Preise in 12 Monaten	$\rho = 0$	.04	-.04
Deutsche Wirtschaft in 12 Monaten	$\rho > 0$	.05	-.04
Deutsche Wirtschaft in 3-5 Jahren	$\rho > 0$	.06	.06
(1 - p) > .95 = *		<b>mult. R<sup>2</sup><sub>Verh.</sub> = .042**</b>	
(1 - p) > .99 = **			

### 5. Faktoren der Finanzmentalität

Unter Finanzmentalität verstehen wir die Gesamtheit der Einstellungen und Motivationen, die mit dem Finanzverhalten in Verbindung stehen. Wir unterscheiden hier nach

- a) Faktoren, die insbesondere die Entscheidung zwischen Konsum und Sparen betreffen, also Einstellungen und Motive im Rahmen einer *generellen Sparmentalität*,
- b) Faktoren, die die *eigentliche Anlagementalität* darstellen.

#### a) Allgemeine Sparmotivation

Die *generelle Einstellung zum Sparen* impliziert Normen und Werthaltungen zu Sparsamkeit und Konsumverzicht. Anzunehmen ist, daß das „aufs Spiel setzen“ von Erspartem in Konflikt steht zu einer solchen allgemeinen Sparmentalität.

Operationalisiert wurde die generelle Einstellung einerseits unter Betonung der affektiven Komponente (z.B. „Wenn ich einen bestimmten Teil meines Einkommens spare, fühle ich mich bedeutend wohler“), andererseits der kognitiven Komponente (z.B. „Sparen sollte man heutzutage nur noch, wenn man sich dann später zusätzliche Dinge anschaffen kann“).

Die Hypothesen lauten also:

- Je positiver die allgemeine Einstellung – affektiv und kognitiv – zum Sparen ist, desto geringer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

In Verbindung mit den unspezifischeren Einstellungen scheint uns eine Vertiefung der grundlegenden Motive, aus denen gespart wird, relevant, wobei wir hier zwischen einer extrinsischen und einer intrinsischen Motivation unterscheiden:

Als *extrinsische Motivation des Sparens* berücksichtigten wir einerseits das Streben nach Kontrolle der eigenen Situation („Sparen gibt mir das Gefühl, meine Zukunft zu beherrschen“). Andererseits wurde die persönliche Absicherung (Vorsorge für Notfälle) aufgenommen (z.B.: „Ich spare, um mir einen sorgenfreien Lebensabend zu ermöglichen“). Gerade letzteres Motiv scheint einer Risikobereitschaft in der Geldanlage entgegenzustehen.

- Je stärker das Vorsorgemotiv ausgeprägt ist, desto geringer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.
- Je stärker das Kontrollmotiv ausgeprägt ist, desto geringer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Unabhängig von äußeren Anreizen kann Sparen auch – anfangs von externen Normen oder von extrinsischen Motiven getragen – selbstverstärkend und damit zum Selbstzweck werden<sup>39</sup>. Unsere Annahme zur *intrinsischen Motivation des Sparens* lautet daher:

- Je stärker Sparen intrinsisch motiviert ist, desto geringer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Schließlich dürfte die Risikobereitschaft mit zunehmender *Nähe und Konkretheit der Sparziele* nachlassen, da das Ziel mit abnehmendem zeitlichen oder kognitiven Abstand an Verstärkungswert gewinnt, die subjektiven Kosten durch mögliche Verluste sich also subjektiv erhöhen<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Siehe Wiswede 1991, S. 180.

<sup>40</sup> Zur zeitlichen Abdiskontierung von Gewinnen und Verlusten siehe die psychologische Literatur zum „delay of gratification“, z.B. bei Miller 1944 und Lea et al. 1987, p. 123 ff., zur Integration in Nutzenfunktionen siehe Mowen/Mowen 1991.

- Je stärker Sparen von konkreten Konsum- oder Investitionszielen motiviert ist, desto geringer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

*Tabelle 4*  
**Korrelationen zwischen Konstrukten der *allgemeinen Sparmotivation* und der Risikobereitschaft in der Geldanlage**

PRÄDIKTOREN (Allgemeine Sparmotivation)	HYPOTHESE (H <sub>1</sub> )	KRITERIUM	
		Einstellung	Verhalten
Einstellung zum Sparen (affektiv)	$\rho < 0$	-.26**	-.07
Einstellung zum Sparen (kognitiv)	$\rho < 0$	-.15**	.06
Sparmotiv: Vorsorge	$\rho < 0$	-.18**	.03
Sparmotiv: Kontrolle	$\rho < 0$	-.08	.05
Selbstzweck	$\rho < 0$	-.12*	-.08
Konkretheit der Sparziele	$\rho < 0$	.09	.05
(1 - p) > .95 = *		<b>mult. R<sup>2</sup><sub>Verh</sub> = .041**</b>	
(1 - p) > .99 = **			

In den Ergebnissen zu diesem Bereich zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den Korrelationen der Konstrukte mit der Einstellungsskala einerseits und den Korrelationen der Konstrukte mit dem Verhaltensindex andererseits:

Auf Einstellungsebene finden die Hypothesen, mit Ausnahme von Kontrollmotivation und Konkretheit der Sparziele, Unterstützung. Als stärkster Prädiktor zeigt sich dabei die emotionale Einschätzung des Sparens. Auf Verhaltensebene scheint dies aber kaum durchzuschlagen, es findet sich keine signifikante Korrelation mehr. Dies überrascht besonders hinsichtlich des Absicherungsmotives, da hier der Gegensatz zur „unsicheren“ Geldanlage evident ist.

Der nur mäßige Bezug zur Verhaltensebene schlägt sich auch in einer nur geringen multiplen Verhaltensaufklärung von 4,1% nieder.

## b) Spezifische Anlagemotivation

Erst jetzt wenden wir uns dem engeren Bereich der Geldanlage zu, also der Entscheidung zwischen verschiedenen Anlageformen. Auch hier soll wieder zwischen extrinsischer und intrinsischer Motivation differenziert werden.

Die extrinsische Motivation ist wohl vor allem im *Renditestreben* zu sehen. In der intrinsischen Motivation werden dagegen mehrere Faktoren unterschieden:

Einerseits kann die Geldanlage der Suche nach Anregung dienen, um ein als positiv erlebtes Aktivierungsniveau zu erreichen. Damit würde Anlagerisiko zum *Selbstzweck*, im Sinne eines „sensation seeking“ in der Geldanlage<sup>41</sup>.

Andererseits sind die Anlageerträge – anders als beim Glücksspiel – zumindest teilweise von der Leistung des Anlegers abhängig. Damit läßt sich nach Wiswede<sup>42</sup> auch ein *Leistungsmotiv* in der Geldanlage vermuten. Demnach neigen erfolgsmotivierte Personen eher zu riskanter Geldanlage, da sie aus den Ergebnissen (mäßig) riskanter Anlageformen am ehesten positive Rückmeldungen auf ihren Selbstwert erwarten können<sup>43</sup>.

Weiterhin wurde die *Bewertung der Informations- und Anlagetätigkeit* an sich einbezogen sowie als gegenläufige Motivation die *Convenience* (oder Bequemlichkeit), die sich auf Minimierung sowohl des zeitlichen als auch des kognitiven Aufwandes bezieht.

Es ergeben sich die Hypothesen:

- Je stärker die Leistungsmotivation in der Geldanlage ist, desto höher ist dort die Risikobereitschaft.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Zur Risikosuche siehe *Zuckerman* 1979 und *Brengelmann* 1989. Zur Erregungssuche im Alltag wirtschaftlichen Verhaltens siehe *Scitovsky* 1977.

<sup>42</sup> *Wiswede* 1991.

<sup>43</sup> Nach *Atkinsons* Risikowahlmodell (*Atkinson* 1957) wählen erfolgsmotivierte Personen bevorzugt Aufgaben mittleren Schwierigkeitsgrades, mißerfolgsmeidende Personen dagegen leichte oder extrem schwierige Herausforderungen. *Wiswede* (1991, S. 182) argumentiert, daß mangels Entscheidungsdruck die Wahl extremer Aufgaben für die Geldanlage kaum relevant sein wird. Da zudem extrem riskante Wertpapiere quantitativ fast unbedeutend sind, läßt sich ein monotoner positiver Zusammenhang zwischen Erfolgsmotivation und Risikobereitschaft unterstellen.

<sup>44</sup> Einschränkung ist anzumerken, daß das Konstrukt „Leistungsmotivation in der Geldanlage“ nicht durch eine Skala, sondern nur durch ein einzelnes Item gemessen wurde, das zudem durch seine Formulierung auch Renditeorientierung impliziert.

- Je stärker die Risikolust in der Geldanlage ist, desto höher ist dort die Risikobereitschaft.
- Je höher die Valenz des Geldanlageverhaltens ist, desto höher ist dort die Risikobereitschaft.
- Je höher der Convenience-Aspekt in der Geldanlage eingestuft wird, desto geringer ist dort die Risikobereitschaft.

Tabelle 5

**Korrelationen zwischen Konstrukten der *spezifischen Anlagemotivation* und der Risikobereitschaft in der Geldanlage**

PRÄDIKTOREN (Spezifische Anlagemotivation)	HYPOTHESE (H <sub>1</sub> )	KRITERIUM	
		Einstellung	Verhalten
<b>Renditestreben</b>	$\rho > 0$	.30**	.30**
<b>Leistungsmotivation</b>	$\rho > 0$	.34**	.29**
<b>Spiel-/Risikolust</b>	$\rho > 0$	.60**	.33**
<b>Interesse</b>	$\rho > 0$	.34**	.32**
<b>Convenience</b>	$\rho < 0$	-.35**	-.34**
(1 - p) > .95 = *		<b>mult. R<sup>2</sup><sub>Verh.</sub> = .248**</b>	
(1 - p) > .99 = **			

Alle Hypothesen finden eine deutliche Unterstützung, sowohl auf Einstellungs- als auch auf Verhaltensebene. Mit 24,8 Prozent trägt diese Klasse denn auch am stärksten zur Verhaltenserklärung bei.

### c) Subjektive Kontrolle

Als letzte Gruppe sollen Faktoren integriert werden, die einerseits tatsächliche Kompetenz, andererseits aber auch subjektive Attributionen und Kontrollüberzeugungen widerspiegeln. Diese Faktoren stehen zwischen einem möglichen „Wollen“ und einem „Können“. So ist es plausibel anzunehmen, daß mancher Anleger zwar „im Prinzip“ Aktien befürwortet, sich eine erfolgreiche Anlage in solchen Papieren aber persönlich nicht zutraut. Es läßt sich hier – im Sinne von erweiterten Wert-Erwartungstheorien – von Effizienz-Erwartung (nach Bandura) oder von subjektiver Verhaltenskontrolle (nach Ajzen) sprechen<sup>45</sup>.

<sup>45</sup> Siehe Bandura 1977, Ajzen 1985.

Konkrete Hinweise auf die hohe Relevanz von Kontrollüberzeugungen für Risikoverhalten finden sich – bezogen auf Spielsituationen – z.B. bei Brengelmann und Quast<sup>46</sup>, bezogen auf die Geldanlage bei Fischer und bei Wiswede<sup>47</sup>.

Wir haben den Komplex differenziert nach

- a) dem – subjektiven – Informationsstand,
- b) einer allgemeinen Kontrollüberzeugung im Finanzbereich und schließlich
- c) der Zuschreibung von Gewinnen und Verlusten in der Aktienanlage auf Glück, also einer external-instabilen Attribution des Anlageerfolges („Ob man mit Aktien Gewinne oder Verluste macht, ist vor allem Glückssache.“).

Als Hypothesen resultieren:

- Je höher der Informationsstand im Finanzbereich ist, desto höher ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.
- Je höher die allgemeine Kontrollüberzeugung im Finanzbereich ist, desto höher ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.
- Je stärker Aktiengewinne und -verluste external-instabil attribuiert werden, desto geringer ist die Risikobereitschaft in der Geldanlage.

Auch diese Hypothesen finden bezüglich beider abhängiger Variablen durchgängig Bestätigung, wobei im direkten Vergleich die Attribution

*Tabelle 6*  
Korrelationen zwischen *subjektiver Kontrollüberzeugung*  
und der Risikobereitschaft in der Geldanlage

PRÄDIKTOREN (Subjektive Kontrolle)	HYPOTHESE (H <sub>1</sub> )	KRITERIUM	
		Einstellung	Verhalten
subjekt. Informationsstand	$\rho > 0$	.35**	.39**
Kontrollüberzeugung	$\rho > 0$	.33**	.34**
Attribution Aktien auf Glück	$\rho < 0$	-.21**	-.15**
(1 - p) > .95 = *		<b>mult. R<sup>2</sup><sub>Verh.</sub> = .186**</b>	
(1 - p) > .99 = **			

<sup>46</sup> Siehe Brengelmann und Quast 1987.

<sup>47</sup> Siehe Fischer 1991, S. 27, Wiswede 1991, S. 182.

von Aktienverläufen von etwas geringerer Relevanz zu sein scheint als eine allgemeine subjektive Kompetenz. Die Bedeutung der Faktoren spiegelt sich im erklärten Varianzanteil von 18,6% wider.

*6. Gesamtbetrachtung: Absolute Erklärungskraft  
sowie relative Erklärungskraft der Variablengruppen*

Wie gut erklärt nun das Modell insgesamt die Risikobereitschaft?

Die multiple Korrelation zwischen den Faktoren und dem Verhalten beträgt  $R = .57$  und ist hochsignifikant ( $1 - p > .99$ ). Das heißt, es wird insgesamt 32.2%, also etwa ein Drittel der Verhaltensvarianz, aufgeklärt.

Berücksichtigt man, daß a) die abhängige Variable – die tatsächliche Geldanlage – aus Gründen der Akzeptanz im Interview nur in sehr groben Kategorien gemessen wurde und b) jeweils nur die rein lineare Komponente eines jeden Zusammenhanges in die Regressionsrechnung eingeht, scheint uns das Modell eine gute Erklärung zu leisten. (Die Varianz der *Einstellungsskala* läßt sich zu 50% durch die Prädiktoren erklären (mult.  $R_{\text{Einst.}}^2$ )).

Kommen wir zurück zur Hierarchie der Konstruktgruppen, und damit zu der Frage, welche Verbesserung der Vorhersage die Hinzunahme jeder einzelnen Variablengruppe erbringt. Dies stellt im Überblick die folgende Abbildung dar:

Insgesamt zeigt sich:

- Ökonomische Variablen leisten alleine nur eine schwache Erklärung.
- Die Hinzunahme psychologischer Variablen verbessert das Verständnis und die Vorhersage des Risikoverhaltens ganz erheblich.
- Erwartungen und allgemeine Sparmotive sind zwar nicht irrelevant, entscheidend ist jedoch die spezifische Anlagemotivation. Diese läßt sich nicht durch die vorhergehenden, allgemeineren Konstrukte ersetzen.
- Kompetenz und Kontrollüberzeugungen zeigen ebenfalls eine starke Beziehung zur Risikobereitschaft in der Geldanlage. Diese Überzeugungen scheinen sich aber bereits – wahrscheinlich durch Lerneffekte – in der spezifischen Anlagemotivation niederzuschlagen, da die entsprechende Varianzaufklärung bereits weitgehend durch die vorangestellten Variablengruppen geleistet wird.

### Determinanten der Risikobereitschaft in der Geldanlage

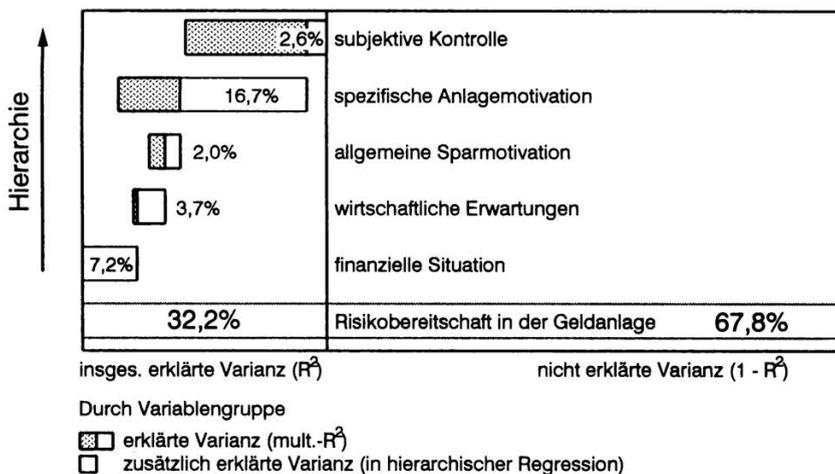


Abb. 8: Determinanten der Risikobereitschaft in der Geldanlage: Erklärungsbeitrag nach Variablen-Gruppen in hierarchischer Ordnung

Die Breite des jeweiligen Gesamtbalkens zeigt die multiple Korrelation der Variablen-Gruppe mit dem Verhaltensindex an. Die Variablen wurden gruppenweise in die hierarchische Regression aufgenommen. Der Einfluß aller vorhergehenden Stufen ist damit bereits herauspartialisiert. Die zusätzliche Erklärung bei Hinzunahme einer Gruppe zeigt der jeweils weiße Abschnitt des Balkens. Der graue Abschnitt war bereits in vorhergehenden Variablen enthalten. Die Summe der weißen Balken entspricht folgerichtig der Gesamtvorhersage.

- Innerhalb der spezifischen Anlagemotivation stechen (bei einer weitergehenden Analyse der Partialkorrelationen innerhalb dieser Gruppe) einerseits die Aufwandsminimierung, andererseits die Spiel- oder Risiko-suche als zentrale Determinanten des Risikoverhaltens heraus.

#### IV. Ausblick

Die Analysen zeigen deutlich, daß Risiko in der Geldanlage eher eine Frage der Mentalität denn der demographischen oder ökonomischen Situation ist – zumindest wenn man die eigentlich relevante Gruppe der Geldanleger betrachtet und Nicht-Sparer aus der Analyse ausschließt. Die Ergebnisse könnten denjenigen nutzen, die ein Interesse an der Heranführung von Anlegern an entsprechende Anlageformen haben, also der Kreditwirtschaft (z.B. Fonds- und Aktienmarketing), Unternehmen (zur Eigenkapitalbeschaffung) sowie Institutionen der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Möglicherweise läßt sich durch ein besseres Verständnis der Risikobereitschaft von Geldanlegern und einer entsprechenden

Umsetzung der Erkenntnisse in die Praxis langfristig der Weg zu einer verstärkten Beteiligung der Privaten am Aktienbesitz öffnen.

Abschließend sollen im Ausblick noch zwei Fragen angeschnitten werden, und zwar die nach weiteren, offenen Forschungsfragen zum Thema und die nach der zukünftigen Entwicklung der Risikobereitschaft deutscher Anleger.

### 1. Forschungsbedarf

Welche weiteren Variablen, die im Rahmen dieser Erhebung nicht berücksichtigt werden konnten, sind hilfreich zur Erklärung des Anlageverhaltens? Hier scheinen uns drei weitere Ansätze besonders interessant:

- *Situationsübergreifende Persönlichkeitsdispositionen* (wie eine allgemeine Risikobereitschaft, Attributionsstile oder Stile der Informationsverarbeitung) versprechen weitere Erklärungen interindividueller Differenzen im Anlageverhalten<sup>48</sup>. Entsprechende Hinweise gaben bereits erste Vorstudien, die wir an Studentenpopulationen durchgeführt haben und in denen sich einige deutliche Zusammenhänge zwischen allgemeinen Persönlichkeitsskalen und der Risikobereitschaft in Portfolioentscheidungen zeigten<sup>49</sup>.
- Ebenso ist die *individuelle Lerngeschichte* in vergleichbaren Situationen prägend für die Risikobereitschaft. Zurückliegende Erfahrungen mit Gewinnen und Verlusten dürften sich sowohl in der Anagemotivation, in der Kontrollüberzeugung, in der Einstellung zum Risiko als auch schließlich im Verhalten niederschlagen<sup>50</sup>. Zu diesem Thema bieten sich vor allem experimentelle Untersuchungsdesigns mit simulierten Anlageentscheidungen an, in denen der Anlageerfolg systematisch variiert wird und die Risikobereitschaft als abhängige Variable beobachtet wird.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Auf die Bedeutung von Persönlichkeitsdispositionen zur Erklärung wirtschaftlichen Verhaltens weist z.B. *Brandstätter* (1992) hin.

<sup>49</sup> Vgl. *Müller* 1992.

<sup>50</sup> Damit lassen sich nicht nur interindividuelle Unterschiede erklären, sondern ebenso intraindividuelle Entwicklungen im Zeitablauf. Letztere können auch der Prognose aggregierter Marktdaten (wie der Börsenentwicklung) dienen, wenn ähnliche Erfahrungen zur gleichen Zeit von einer Mehrheit der Marktteilnehmer erlebt werden (z.B. in einer allgemeinen Hausse oder Baisse). Siehe dazu die – allerdings nicht empirischen – Beiträge von *Bungard/Schultz-Gambard, Frey/Stahlberg* und *Maas/Weibler* im Reader von *Maas/Weibler* 1990.

<sup>51</sup> Siehe hierzu *Bittner* und *Müller* (in Vorbereitung).

- Erhebliche *interkulturelle Unterschiede* im Anlageverhalten dürften nicht nur auf ökonomische oder gesetzliche Rahmenbedingungen zurückzuführen sein, sondern ebenso auf entsprechende Mentalitätsunterschiede. So ist die Risikobereitschaft in Deutschland nicht nur im Bereich der Geldanlage, sondern ganz allgemein als Wertvorstellung im europäischen Vergleich besonders gering ausgeprägt<sup>52</sup>. Hier wäre ein interkultureller Vergleich der Anlagemotivation wünschenswert.

## 2. Zukünftige Entwicklung der Risikobereitschaft

Der zur Zeit auffälligste Trend ist der zum höheren Anspruch an die Geldanlage<sup>53</sup>: Die Anleger sind dabei vor allem renditebewußter geworden, eine Entwicklung, die sich deutlich an der rückläufigen Entwicklung des klassischen Sparbuch-Sparens nachvollziehen ließ. Dies ist wohl vor allem auf gestiegene Bildung und Kompetenz zurückzuführen, aber auch auf gewachsene Vermögenswerte. Dieser Trend dürfte sich – ungeachtet der jüngsten Rezession – noch weiter fortsetzen (als Stichwort sei hier auf die kommende „Generation der Erben“<sup>54</sup> verwiesen).

Ob auch ein Umdenken in der Risikobereitschaft zu erwarten ist und damit Aktien als Geldanlageform „mehrheitsfähig“ werden, bleibt vorerst anzuzweifeln<sup>55</sup>. Momentan zeichnet sich ein solcher Trend allenfalls in Subgruppen ab, etwa bei jungen „Spekulanten“ oder auch bei Senioren, die eine aktive Geldanlage besonders aus Interesse und Leistungsmotiven heraus betreiben<sup>56</sup>. Mehr Aufschluß dazu kann aber ein geplanter Längsschnittvergleich der Spar- und Anlagementalität geben, dessen Durchführung mit dem hier verwendeten Meßinstrument vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband vorgesehen ist<sup>57</sup>.

---

<sup>52</sup> Zu diesem zwischen verschiedenen Studien recht stabilen Befund siehe z.B. Hofstede 1980, Grimm/Forschungsgruppe RISC/GFM-GETAS 1994.

<sup>53</sup> Siehe Adelt u.a. 1994.

<sup>54</sup> Siehe Adelt u.a. 1993.

<sup>55</sup> Auch die in letzter Zeit deutliche Zunahme von Anlagen in Investmentfonds (als moderate Form risikohaltiger Wertpapiere) ist wohl eher auf gesunkene Renditen festverzinslicher Titel als auf eine generell gestiegene Risikobereitschaft zurückzuführen. Trotzdem könnte sich über diesen Weg durch Senkung der Zugangsschwelle sowie Lernprozesse und Gewohnheitsbildung ein Wandel zumindest bei einigen Anlegergruppen anbahnen.

<sup>56</sup> Siehe Fischer u.a. 1993/1994.

<sup>57</sup> Siehe zum Meßinstrument und zur geplanten Längsschnittuntersuchung Adelt u.a. 1993.

### Literaturhinweise

Adelt, P.; Müller, H.; Wiswede, G.: Ergebnisse des Forschungsprojektes „Entwicklung eines Meßinstrumentes zur Erfassung der Sparmentalität“. Mitteilung 36 der Gesellschaft zur Förderung der wissenschaftlichen Forschung über das Spar- und Girowesen e.V., Bonn 1993. – Adelt, P.; Müller, H.; Wiswede, G.: Ausprägung und Prognose der Spar- und Anlagementalität. Sparkasse 6.94, 11. Jg. 1994, S. 263 - 273. – Ajzen, I.: From intentions to actions: A theory of planned behavior. In: Kuhl, J.; Beckmann, J. (Hrsg.): Action-control: From cognition to behavior. Heidelberg 1985. – Atkinson, J. W.: Motivational determinants of risk-taking behavior. *Psychological Review*, 64, 1957, p. 359 - 372. – Bandura, A.: Social learning theory. Englewood Cliffs 1977. – Bittner, T.; Müller, H.: Risikobereitschaft im Geldanlageverhalten nach Gewinnen und Verlusten – Ergebnisse einer experimentellen Untersuchung. In Vorbereitung. – Brandstätter, H.: Individual differences – should economic psychology care about them? Vortrag auf der IAREP/GEW Joint Conference, August 1992 in Frankfurt. – Brengelmann, J.: Aktivitäten und Dispositionen der Risikolust. München 1989. – Brengelmann, J.; Quast, C. von: Spielen, Risikolust und Kontrolle. Frankfurt u.a. 1987. – Bromiley, P.; Curley, S. P.: Individual differences in risk taking. In Yates, F. (ed.): Risk-taking behavior, Chichester 1992, S. 87 - 132. – Bungard, W.; Schulz-Gambard, J.: Überlegungen zum Verhalten von Börsenakteuren aus kontrolltheoretischer Sicht. In: Maas, P.; Weibler, J.: Börse und Psychologie. Köln 1990, S. 140 - 161. – Büschgen, H. E.: Vermögensbildung in Risikokapital – Wunsch und Wirklichkeit. *Die Bank*, 8.1986, S. 396 - 401. – Dahlbäck, O.: Saving and risk taking. *Journal of Economic Psychology*, 12, 1991, S. 497 - 500. – Eppe, M.: An der Schwelle der neunziger Jahre – Finanzverhalten im Wandel. In: Szallies, R.; Wiswede, G.: Wertewandel und Konsum, 2. Auflage, Landsberg/Lech 1991, S. 441 - 460. – Fischer, L.: Der Typus des Aktionärs. *ZA-Information* 28, Mai 1991, S. 20 - 38. – Fischer, L.; Müller, Horst: Finanzpsychologie – ein Überblick. In MONTADA, L. (Hrsg.): Bericht über den 38. Kongreß der Deutschen Gesellschaft für Psychologie in Trier 1992. Göttingen u.a. 1992, S. 709 - 710. – Fischer, Lorenz; Koop, Jürgen; Müller, Horst: Zur Psychologie privater Aktionäre, Teil I - III, Sparkasse 10.1993, S. 480 - 483; 11.1993, S. 521 - 527, 3.1994, S. 123 - 127. – Frey, D.; Stahlberg, D.: Erwartungsbildung und Erwartungsveränderungen bei Börsenakteuren. In: Maas, P.; Weibler, J.: Börse und Psychologie. Köln 1990, S. 102 - 139 – Friedman, M.: A Theory of Consumption Function. Princeton 1957. – Fritsch, U.: Steuerbegünstigte Aktienpläne für breite Bevölkerungskreise. Schriftenreihe des Deutschen Aktieninstitut e.V., Düsseldorf. Oktober 1991. – Grimm, E.; Forschungsgruppe RISC/GFM-GETAS: Die Deutschen als Europäer, Vortrag auf dem ZUMA-Symposium zum Stand der Empirischen Sozialforschung am 5. und 6.10.1994 in Mannheim. – Hofstede, G.: Culture's consequences: International differences in work-related values. Beverly Hills 1980. – Holm, K.: *Handbuch ALMO Statistik-System*. Linz 1993. – Kahneman, D.; Tversky, A.: Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 1979, 263 - 291. – Katona, G.: Das Verhalten der Verbraucher und Unternehmer. Tübingen 1960. – Kirchler, E.: Kaufentscheidungen im privaten Haushalt. Göttingen, Toronto, Zürich 1989. – Lea, S. E. G.; Tarpy, R. M.; Webley, P.: The individual in the economy – A survey of economic psychology. Cambridge u.a. 1987. – Lunt, P. K., Livingstone, S. M.: Psychological, social and economic

determinants of saving: Comparing recurrent and total savings. *Journal of Economic Psychology* 12.1991, S. 621 - 641. – *Maas, P.; Weibler, J.*: Kontrollveränderungs- und Streßreaktionen an der Börse. In: *Maas, P.; Weibler, J.*: Börse und Psychologie. Köln 1990, S. 190 - 202. – *Maier, K. M.*: Sparerverhalten im Wandel. *Bank und Markt*, 1989, 11, S. 510. – *Markowitz, H. M.*: Portfolio Selection – Efficient Diversification of Investments. New York, London, Sydney 1959. – *Miller, N. E.*: Experimental studies of conflict. In: *Hunt, J. McV.* (Hrsg.): Personality and the behavioral disorders, Vol. 1. New York 1944, S. 431 - 465. – *Mowen, J. C.; Mowen, M. M.*: Time and outcome valuation: Implications for marketing decision making. *Journal of Marketing*, Vol. 55, Oct. 1991, S. 54 - 62. – *Müller, H.*: Persönlichkeitsdispositionen und risikobereite Geldanlage. Unveröffentlichter Forschungsbericht am Institut für Wirtschafts- und Sozialpsychologie, Köln 1992. – *Oehler, A.; Mesel, K.*: Kleinanleger als stabilisierender Faktor für die deutschen Wertpapiermärkte. *Die Bank*, 10.1990, S. 560 - 564. – *Schildbach, T.*: Zur Diskussion über das Bernouilli-Prinzip in Deutschland und im Ausland. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 1989, S. 766 - 778. – *Schnittker-Reiner, U.*: Der Erklärungsbeitrag des Konsumklimaindex für das Nachfrage- und Sparerverhalten der privaten Haushalte. Frankfurt/Main u.a. 1987. – *Scitovsky, T.*: Psychologie des Wohlstandes. Frankfurt 1977. – *Schmölders, G.*: Zur Psychologie der Vermögensbildung in Arbeiterhand. *Kykos, Internationale Zeitschrift für Sozialwissenschaften*, Vol. XV, 1962, S. 165 - 182. – *Schmölders, G.*: Verhaltensforschung im Wirtschaftsleben. München 1984. – *Sieben, G.; Schildbach, T.*: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie. 2. Aufl., Düsseldorf 1980. – *Wiswede, G.*: Einführung in die Wirtschaftspsychologie. München, Basel 1991. – *Yates, F.* (ed.): Risk-taking behavior. Chichester 1992. – *Zuckerman, M.*: Sensation seeking: Beyond the optimal level of arousal. Hillsdale 1979.

## Zusammenfassung

### Zur Risikobereitschaft privater Geldanleger

Die Risikobereitschaft deutscher Geldanleger ist gering: Geringer, als nach rationalen Kriterien zu erwarten wäre, und geringer, als aus volkswirtschaftlicher Perspektive zu wünschen wäre. Dieser Beitrag analysiert daher anhand einer annähernd repräsentativen Stichprobe von 518 Geldanlegern die Determinanten risikobereiter Geldanlage. Nach einer *Beschreibung* risikobereiter Anleger anhand *demographischer Variablen* wird die Erklärungskraft von fünf hierarchisch strukturierten Variablengruppen überprüft: (1) die *finanzielle Situation*, (2) *wirtschaftliche Erwartungen*, (3) die *allgemeine Sparmentalität*, (4) *spezifische Motivationen der Geldanlage* sowie (5) *Kompetenz und Kontrollüberzeugung* im Finanzbereich.

Die Ergebnisse zeigen, daß psychologische Konzepte einen weit höheren Erklärungsbeitrag leisten als *demographische oder ökonomische Faktoren*. Vor allem die Anlagemotivation ist entscheidend: *Renditestreben, Leistungsmotivation, Risikosuche* sowie *Interesse* fördern den Aktienbesitz, während *Bequemlichkeit* ein wichtiger Hemmfaktor ist. Förderlich ist auch die *objektive* und die *subjektive Kompetenz*. Dagegen sind *wirtschaftliche Erwartungen* eher unbedeutend. Ebenso steht eine ausgeprägte *Sparneigung* nur in geringem Widerspruch zu einer „unsicheren“ Anlage der so geschaffenen Ersparnisse.

## Summary

### Aspects pertaining to Investors' Willingness for accepting Exposures

The willingness of German investors for accepting exposures is low: it is lower than expected when rational criteria are applied and lower than desirable in terms of national economics. For this reason, this paper analyses, on the basis of an almost representative sample of 518 financial investors, the factors determining their willingness for accepting financial exposures. Following a *description* of exposures deemed acceptable by investors, which is based on a number of *demographic variables*, the convincingness of five hierarchically structured groups of variables is verified: (1) *financial situation*; (2) *economic expectations*; (3) *general propensity to save*; (4) *specific motive underlying an investment*; as well as (5) *competence and control philosophy* in the financial sector.

The results demonstrate that psychological concepts are much more persuasive than *demographic or economic factors*. More decisive than other factors are the motives underlying financial investments: efforts for making a good return on capital employed, capability of performance, risk-acceptance as well as interest-rate levels represent factors promoting stock holding, whereas idleness represents a major impediment thereto. Advantageous are both *objective* and *subjective* competence. *Economic expectations*, by contrast, are of a rather minor importance. Likewise, a pronounced *propensity to save* contradicts to an only small extent the acceptability of "insecure" investments of the capital saved.

## Résumé

### Les épargnants privés et leur disposition à prendre des risques

Les épargnants allemands sont peu enclins à prendre des risques. Leur disposition est moins grande que ce que des critères rationnels permettraient d'attendre et aussi que ce qui serait souhaitable dans une perspective économique. Dans cet article, l'auteur analyse les déterminants d'un placement financier à risques, en se basant sur un échantillon à peu près représentatif de 518 épargnants. Après avoir décrit l'investisseur disposé à prendre des risques sur base de variables démographiques, il examine cinq groupes de variables structurés hiérarchiquement, à savoir (1) la situation financière (2) les attentes économiques (3) la mentalité générale d'épargne (4) les motivations spécifiques du placement ainsi que (5) la compétence et le pouvoir de contrôle dans le domaine financier.

Comme l'indiquent les résultats, les approches psychologiques expliquent beaucoup mieux le phénomène que les facteurs démographiques ou économiques. La motivation du placement est le principal déterminant: le désir et la motivation de rendement, la recherche du risque ainsi que l'intérêt incitent à posséder des actions, tandis que la facilité est un facteur prohibitif important. La compétence objective et subjective joue également un rôle positif. Par contre, les attentes économiques sont plutôt négligeables. De même, une tendance prononcée à l'épargne n'est qu'en légère contradiction avec un placement «plus risqué» des épargnes ainsi acquises.