

Aktienbesitz in Österreich

Die vorliegende Studie liefert eine auf Mikrodaten gestützte Bestandsaufnahme zum Aktienbesitz der privaten Haushalte. Aktien sind in Österreich relativ wenig verbreitet und der Aktienbesitz ist auf vermögende und einkommensreiche Haushalte konzentriert. Dieser Befund einer Geldvermögensumfrage der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) korrespondiert mit verfügbaren internationalen Ergebnissen.

Pirmin Fessler,
Martin Schürz¹

1 Einführung

Der private Aktienbesitz in Österreich ist im internationalen Vergleich relativ gering. Deutet diese Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte (im Folgenden Haushalte) auf ein ausgeprägtes Sicherheitsbedürfnis hin und liegt die niedrige Kapitalmarktpartizipation an einer konservativen Anlagestrategie der Österreicher? Eine weite Verbreitung von Aktien könnte als Ausdruck einer insgesamt positiveren Einstellung gegenüber der Übernahme von Risiko verstanden werden, schrieb die Deutsche Bundesbank bereits Anfang 1997. Sind die Österreicher daher eher risikoaverse Anlegertypen, die das Kursrisiko an der Börse scheuen?

In einem Gespräch mit dem BA-CA-Vorstand Werner Kretschmer begründet der ehemalige Bundesminister für Finanzen, Ferdinand Lacina, warum er keine Aktien halte: „*Ich möchte mich nicht um Geldanlage kümmern. Mir ist es zu un bequem, fortlaufend die Entwicklung der Kurse zu verfolgen. Sparbücher – das ist für mich eine Frage der Bequemlichkeit*“ (Lacina, 2008). Diese vermutlich weit verbreitete Abneigung, Geldangelegenheiten zuviel an Lebenszeit zu widmen, ist ökonomisch wenig erforscht. Die theoretische Literatur ist stark an einem Verständnis von optimierenden Handlungen von Individuen orientiert. Es ist jedoch nicht möglich, rationale Nut-

zenmaximierungsstrategien in ökonomischen Modellen mit empirischen Daten zu Finanzentscheidungen zu bestätigen oder zu verwerfen, da wichtige Informationen in Bezug auf Risiken meist nicht verfügbar sind.

Manche Portfolios mit geringer Diversifikation und Konzentration auf klassische Anlageformen mögen auf den ersten Blick auf besonders risikoaverse Personen hinweisen. Es kann jedoch auch sein, dass mangelnde Finanzbildung, fehlende Transparenz auf dem Aktienmarkt, geringe Sparfähigkeit oder hohe Eintritts- und Informationskosten maßgeblich sind. Des Weiteren kann es je nach Lebenssituation, selbst unter der Annahme identischer Präferenzen, einmal rational sein, in risikoreiche Anlagen zu investieren, ein anderes Mal aber nicht. Abhängig ist dies von zahlreichen individuellen und gesellschaftlichen Unsicherheiten (Arbeitsplatz, Gesundheit, Pension usw.).

Hinsichtlich der Debatte kapitalmarktdominiertes kontra bankendominiertes System weist die aktuelle Literatur keines der beiden Systeme im Hinblick auf ihren Einfluss auf das Wirtschaftswachstum als überlegen aus (Mooslechner, 2003). Wichtig ist der generelle Entwicklungsstand des Finanzsektors. Entwickelte Finanzmärkte wirken sich positiv auf die gesamtwirtschaftliche Performance aus.²

¹ pirmin.fessler@oebn.at; martin.schuerz@oebn.at. Die Autoren danken Peter Mooslechner, Vanessa Redak, Lukas Reiss, Alfred Stiglbauer, Karin Wagner und Thomas Zotter für wertvolle Anregungen und Diskussionen.

² Das Schwerpunktheft „Berichte und Studien 1/2003“ der OeNB mit dem Titel „Finance for Growth“ (Schuberth und Schürz, 2003) widmet sich diesem Thema (www.oebn.at/de/img/ber_2003_1_tcm14-445.pdf).

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Christian Dreger,
Deutsches Institut
für Wirtschaftsfor-
schung (DIW Berlin)

Hahn (2002) untersuchte den Zusammenhang zwischen Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen für 22 OECD-Länder im Zeitraum von 1970 bis 2000 im Hinblick auf die Rolle, die die Finanzmarktentwicklung bei der Ausbreitung realer und monetärer Schocks spielt. Die Analysen zeigen, dass sowohl kapitalmarkt-dominierte als auch bankendominierte Finanzsysteme monetäre Schocks verstärken, reale Schocks hingegen abfedern. Interessanterweise lassen seine Ergebnisse darauf schließen, dass Aktienmärkte destabilisierend auf den Konjunkturverlauf wirken.

Die rezenten weltweiten Finanzmarkturbulenzen hinterlassen Spuren im Geldvermögen der österreichischen Haushalte. Doch die geringe Verbreitung von Aktien in der österreichischen Bevölkerung und die Konzentration des Aktienbesitzes in vermögenden Haushalten signalisieren kaum Risiken für die Finanzmarktstabilität.

Vermögen bietet Sicherheit und Chancen. Es erfüllt für Menschen unterschiedliche Funktionen, wobei diese besonders nach Einkommens- und Vermögenshöhe variieren. Während für ärmere Menschen der *Notgroschen*, die Vorsorge gegen Eventualitäten im Vordergrund steht, sind es bei den reicheren Menschen Vererbungsaspekte, Macht und Status, die die Vermögensakkumulation bestimmen (Schürz, 2008). Die Frage nach dem Verhältnis von Risikoorientierung und Aktienbesitz darf daher nicht generalisiert (*Sind die Österreicher risikoorientiert?*), sondern müsste vielmehr sozial differenziert analysiert werden. Von der bloßen Zusammensetzung eines Portfolios können jedenfalls keine Rückschlüsse auf die sogenannte Risikoorientierung eines Individuums gezogen werden, wenn der Begriff mehr fassen soll, als lediglich die Bereitschaft, finanzielles Risiko in

Bezug auf das verfügbare Geldvermögen zu tragen.

Risiko gilt gemeinhin als etwas „Ungeliebtes“, wogegen sich Individuen abzusichern suchen. Demgegenüber erlebt der Begriff im Zusammenhang mit der Börse eine Umdeutung und wird primär mit Chancen auf Reichtum assoziiert. Von Finanzberatern wird Risikoorientierung geradezu als Wert an sich betrachtet und auch bei vermögenden Privatkunden oft vermisst. Eine Unterscheidung zwischen den Begriffen Risiko, Unsicherheit und Gefahr ist aber wichtig. Wolfgang Bonß gibt in seinem Buch „Vom Risiko“ ein anschauliches historisches Beispiel: *„War für den Kaufmann vormals die Seefahrt riskant, so war sie für den Matrosen gefährlich“*. Die Bezugnahme auf konkrete Lebensbedingungen und Lebensaussichten ist für die Frage der Risikoorientierung der Menschen unumgänglich. Um das tatsächliche Risiko eines Haushalts zu einem bestimmten Zeitpunkt bestimmen zu können, müssten Aspekte, wie Einkommensunsicherheit, Wohnsituation, Gesundheitszustand sowie zukünftige Sicherheit der staatlichen Versorgung in Bezug auf Alter, Arbeitsunfähigkeit usw. in die Analyse einbezogen werden. Dafür fehlen aber zu meist empirische Daten.

Wirtschaftspolitisch wird in vielen OECD-Ländern eine Privatisierung kollektiver Sicherungssysteme angestrebt und diese ist mit neuen Risiken, Gefahren und Unsicherheiten verbunden (Hacker, 2007). Ein staatliches, umlageorientiertes Pensionssystem trägt die Risiken in kollektiver Form, während in einem privaten, kapitalgedeckten Pensionssystem die Risiken jeweils vom einzelnen Individuum getragen werden. Ein Umbau des Pensionssystems mit einer Verstärkung der privaten Vorsorgesäule führt im Allgemeinen zu einem höheren Partizipati-

onsgrad (direkt oder indirekt) an der Börse. Von wirtschaftspolitischen Akteuren wird oft suggeriert, dass die staatliche Alterssicherung nicht finanzierbar sei.³ Erst wenn diese These geglaubt wird, scheint es nur noch zwei Alternativen zu geben: Die Gefahren von Altersarmut und unzureichender Absicherung im Krankheitsfall werden von den Betroffenen hingenommen oder diese Gefahren werden durch private Vorsorge in überschaubare Risiken transferiert. Dies würde aber implizieren, dass Unsicherheit ein Schlüssel für die Kapitalmarktpartizipation sein kann.

Die vorliegende Studie bietet in Kapitel 2 einen kurzen Literaturüberblick, Kapitel 3 liefert deskriptive Statistiken zum Besitz Risikoreicher Anlagen in Österreich. In Kapitel 4 wird ein internationaler Vergleich dargestellt und eine Analyse der Bedeutung Risikoreicher Anlagen innerhalb der Portfolios von Haushalten, die diese besitzen, vorgenommen. In Kapitel 5 werden Motive und Verhalten in Bezug auf den Besitz Risikoreicher Anlagen analysiert. Kapitel 6 liefert eine Logit-Schätzung, um die Determinanten für Aktienbesitz näher zu untersuchen. In Kapitel 7 werden Schlussfolgerungen gezogen.

2 Literaturüberblick

Campbell (2006) betont in seinem Literaturüberblick zu „Household Finance“ den wichtigen Punkt, dass eine vermögende Minderheit die Aussagekraft makroökonomischer Daten verzerren kann, sofern sich ihr Anlageverhalten vom Durchschnitt unterscheidet. Er folgert, dass Vermögende in stärkerem Ausmaß bereit sind, finanzielle Risiken auf sich zu nehmen und daher stärker in Aktien veranlagen.

Benartzi und Thaler (2001) liefern empirische Evidenz für die These, dass Portfolioentscheidungen privater Haushalte weit weniger rational erfolgen und zukunftsorientiert sind als die ökonomische Theorie behaupten würde. Insbesondere belegen sie ihre These, dass Investoren in Bezug auf ihre Kapitalsparpläne (defined contribution plans) typischerweise eine *1/n-Strategie* verfolgen – das heißt, die einbezahlten Beiträge werden gleichmäßig über die im Sparplan angebotenen Fonds verteilt. Demnach wäre das Ausmaß des Aktienbesitzes nicht nur vom Verhalten des individuellen Anlegers, sondern insbesondere auch vom Verhalten der anbietenden Institutionen abhängig.

In der Literatur werden verschiedene Erklärungen für Abweichungen von einem als effizient angenommenen Haushaltsportfolio genannt. Fehlendes Vertrauen, geringer Anlegerschutz und mangelnde Finanzbildung zählen zu den prominentesten Erklärungsfaktoren (Guiso et al., 2005). Guiso et al. (2002) sichten die theoretische Literatur zur optimalen Portfoliozusammensetzung und zeigen empirisch für fünf OECD-Länder (USA, Deutschland, Italien, Vereinigtes Königreich und die Niederlande), dass die Veranlagung in risikoreichen Anlagen mit dem Vermögen ansteigt. Kleinanleger haben grundsätzlich nur eingeschränkte Möglichkeiten ihr Aktienportefeuille zu diversifizieren. Durch ein zumeist relativ geringes Depotvolumen sind einer Streuung des Aktienbesitzes enge Grenzen gesetzt. Sie werden zudem durch Eintrittskosten stärker abgeschreckt (Guiso et al., 2002). King und Leape (1987) gehen davon aus, dass das Lebensalter die Bereitschaft, risikoreiche Aktiva zu halten, beeinflusst.

³ „Zumal die Mehrheit der Bevölkerung weiß, dass das Pensionssystem in der heutigen Form nicht mehr finanzierbar ist“ (Kapitalmarktbeauftragter Schenz, 2003, S. 13).

Ältere Menschen konnten mehr Wissen über Aktienkurse, Dividenden und Risiken erwerben. Empirische Daten zeigen aber überraschend oft relativ geringe Zusammenhänge mit dem Alter (Guiso und Japelli, 2002).

Die Standard-Portfolio-Theorie legt nahe, dass Anleger eine Kombination aus einem „sicheren Asset“ und dem „Marktportfolio“, einer optimalen Zusammensetzung von risikoreichen Anlagen, halten (Gollier, 2002). Der Anteil der Veranlagung im Marktportfolio ergibt sich aus dem Grad der Risikoaversion. Die Schlussfolgerung wäre, dass jeder Haushalt auch *Risikoreiche Anlagen* halten sollte. Tatsächlich ist dies jedoch nicht der Fall. Der Anteil der Haushalte, die zumindest einen Teil ihres Vermögens in risikoreichen Aktiva halten, ist in vielen Ländern weiterhin eher gering. Honohan (2006) zeigt auf der Datenbasis von 150 Ländern, dass der Anteil risikoreicher Aktiva an den gesamten Finanzaktiva sehr konzentriert und unterhalb der Gruppe der 5% vermögendsten Haushalte vernachlässigbar ist.

Der Anteil der sogenannten *Risky Assets* (im Folgenden als *Risikoreiche Anlagen* bezeichnet) im Portfolio wird in der ökonomischen Literatur oft als Maß für Risikoaversion verwendet. Der Begriff der *Risikoreichen Anlagen* ist problematisch, denn prinzipiell birgt jede Veranlagung ein bestimmtes Risiko. Im Allgemeinen gelten aber *Aktien*, *Investmentzertifikate* und *Anleihen als Risikoreiche Anlagen*.⁴ Zu *Aktien* zählen auch aktienähnliche Wertpapiere, wie Genuss- oder Partizipationsscheine. Unter den Begriff der *Investmentzertifikate* fallen Aktien- und Rentenfonds, Ge-

mischte Fonds, Immobilien-, Hedge- sowie Geldmarktfonds. *Anleihen* stellen eine sehr breite Kategorie dar. Darunter fallen Bankanleihen, Anleihen der öffentlichen Hand, Unternehmens- und Wohnbuanleihen, Pfandbriefe oder Kommunalschuldverschreibungen, Bundesschatzscheine, ausländische Staatsanleihen, Kassenobligationen und sonstige Anleihen. Besonders in Bezug auf Anleihen ist die Definition der *Risikoreichen Anlagen* daher unscharf, da einerseits sichere – z. B. kurzfristige Staatsanleihen eines OECD-Landes – und andererseits auch risikoreiche Anleihen auf dem Markt koexistieren. Gerade kurzfristige Staatsanleihen werden in der Literatur häufig als besonders sichere Anlagen bezeichnet. Aus diesem Grund sind die resultierenden Werte in Bezug auf Risikoreiche Anlagen in dieser Studie als Obergrenze in Bezug auf das Halten von tatsächlich Risikoreichen Anlagen zu interpretieren. Bei der Beschreibung von Portfolios privater Haushalte ist eine breitere analytische Perspektive notwendig als bei jener von Portfolios von Unternehmen. So werden auch relativ liquide Anlageformen, wie Sparbücher von Haushalten, oft als langfristige Anlagen betrachtet.

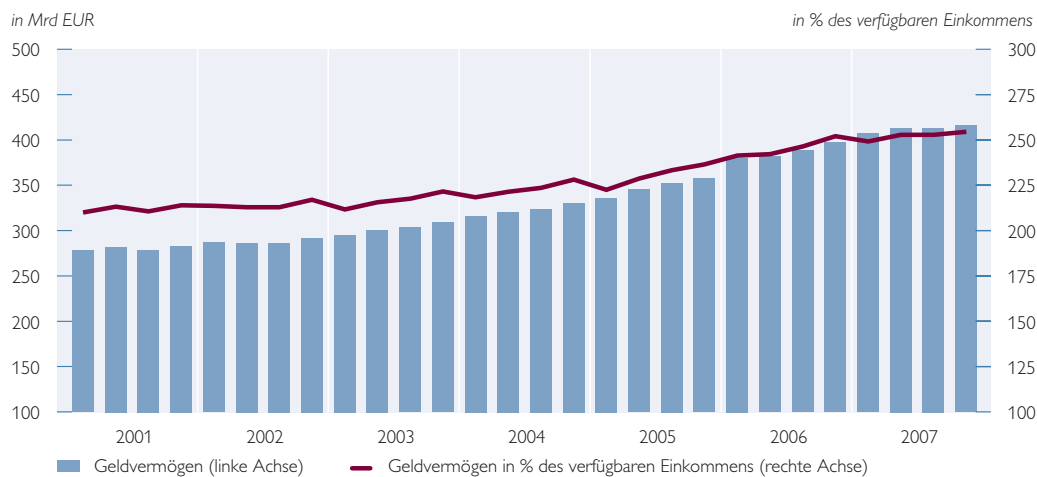
3 Anlageverhalten der österreichischen Haushalte

Die Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) der OeNB zeigen eindrucksvoll die steigende Bedeutung von Geldvermögen (Grafik 1). Mikrodaten erlauben zudem detaillierte Analysen zur Struktur des Geldvermögens und zur Entscheidung für die Partizipation am Kapitalmarkt.

⁴ Damit folgt die vorliegende Studie der Luxembourg Wealth Study Definition, $risky\ assets\ (RA) = stocks\ (ST) + total\ mutual\ funds\ (TM) + total\ bonds\ (TB)$.

Grafik 1

Bruttogeldvermögen der privaten Haushalte



Quelle: Statistik Austria; OeNB.

Die OeNB-Umfrage zum Geldvermögen der österreichischen Haushalte 2004 bietet detaillierte mikroökonomische Daten in Bezug auf die Finanzportfolios der österreichischen Haushalte (Beer et al., 2006). Im OeNB-Fragebogen finden sich auch zahlreiche Einstellungs- und Verhaltensfragen zu Finanzthemen (Fessler et al., 2007).

Insgesamt ist die Partizipation am Kapitalmarkt in Österreich relativ niedrig. Laut OeNB-Umfrage halten 26% Aktien und/oder Investmentzertifikate und/oder Anleihen, das heißt mindestens eine *Risikoreiche Anlage*.⁵ Es ist anzunehmen, dass Investmentzertifikate von manchen befragten Haushalten fälschlicherweise als Aktien qualifiziert wurden. Eine Trennung dieser Komponenten ist somit problematisch, für die vorliegende Analyse in Bezug auf Risiko und den Besitz Risikoreicher Anlagen aber nicht relevant.⁶

Die österreichische Wirtschaftspolitik versucht seit längerem, Aktien neben anderen Anlageformen, wie etwa Bausparen, zu fördern. Maßnahmen zur Akzeptanzsteigerung von Aktien in der Bevölkerung und zur Herstellung einer sogenannten „Aktienkultur“ reichen von der Einsetzung eines Kapitalmarktbeauftragten, den Initiativen des Aktienforums, über die steuerliche Begünstigung von jungen Aktien bis zur prämiengeförderten Zukunftsvorsorge (Schenz, 2003). Die Privatisierungen von staatlichen Unternehmen und die Werbemaßnahmen diverser staatlicher und nicht staatlicher Akteure dürften in den letzten Jahren in Österreich dazu geführt haben, dass die Menschen in ihrer Wahrnehmung mit Aktien vertraut wurden. Denn die Aktie ist als Anlageinstrument relativ breit akzeptiert, wie eine Zustimmung von 47% zur Aussage „Mit Aktien kann man besser

⁵ Für sämtliche Darstellungen der Daten aus der OeNB-Umfrage 2004 wurden die entsprechenden Umfragegewichte für Österreich verwendet.

⁶ Aktien können z. B. als Investmentzertifikat mit nur einem Asset interpretiert werden. Aufgrund des Einbeziehens der Anleihen werden die Partizipationsraten in Bezug auf tatsächlich risikoreiche Veranlagungen eher über- als unterschätzt.

ein Vermögen aufbauen als mit herkömmlichen Sparbüchern/Sparformen.“eindrucksvoll belegt.

Die tägliche Börsenberichterstattung in Presse, Rundfunk und Fernsehen zu aktuellen Aktienkursentwicklungen dürfte eine gewisse Nähe zu Börsen auch bei jenen Menschen geschaffen haben, die ihr Geld weiterhin nur mittels Sparbuch, Bausparen und Lebensversicherungen veranlagen. Doch Akzeptanz im Sinn einer „Aktienkultur“ ist offenbar nicht der Schlüssel für Aktienengagement. Die breite Zustimmung ist möglicherweise auch darauf zurückzuführen, dass die Befragten jene Antwort geben, von der sie annehmen, dass sie im Sinn des Fragestellers sei. Aus der Akzeptanz von Aktien für den Vermögensaufbau folgt bisher meist noch kein Investment in dieser Veranlagungsform; denn nur 16% der Befragten halten tatsächlich Aktien. Dies unterstreicht eine zentrale Erkenntnis empirischer Studien der Verhaltensökonomie zur finanziellen Bildung. Menschen können ein bestimmtes Verhalten im Allgemeinen für richtig erachten, aber trotzdem die entsprechenden Verhaltensänderungen in die Zukunft aufschieben (Benartzi und Thaler, 2001). Zudem folgen aus bestimmten Einstellungen in Finanzfragen und aus einem erworbenen Finanzwissen noch keine spezifischen Verhaltensweisen in Finanzangelegenheiten (Schürz und Weber, 2008).

Bei der Frage nach den Gründen für fehlenden Aktienbesitz zeigt sich, dass negative Risikoüberlegungen erst bei den Einkommensstärkeren und Vermögenden wichtig werden. Während 69% der untersten Einkommenschicht angeben, sich diese Veranlagung einfach nicht leisten zu können, gibt es in der obersten Einkommensgruppe (Haus-

haltseinkommen über 3.000 EUR) erwartungsgemäß niemanden, der fehlende Ressourcen als Begründung angibt. Zu hohe Eintrittskosten haben zumindest in der Wahrnehmung der Bevölkerung generell nur eine geringe Bedeutung und streuen auch kaum über die Einkommensklassen, das heißt, sie sind für ärmere Schichten kaum wichtiger als für reichere.

Gerade vermögende Anleger, deren Möglichkeiten (hinsichtlich Einkommen, sicherem Arbeitsplatz, aber auch Gesundheit usw.) generell höher sind, veranlagen vergleichsweise stärker in Aktien.⁷ Die Besitzer *Risikoreicher Anlagen* haben ein höheres Einkommen, eine höhere Bildung und ein höheres Vermögen. Dies scheint auch nicht weiter verwunderlich, da sie relativ zu anderen Gruppen weniger Risiko in anderen Bereichen zu tragen haben. Zudem ist auch der Druck geringer, im Fall einer ungünstigen Lage auf dem Aktienmarkt Risikoreiche Anlagen verkaufen zu müssen, da sie über zusätzliche Vermögens- und Einkommensressourcen verfügen, auf die sie zurückgreifen können. Jene Haushalte, die Risikoreiche Anlagen halten, verzichten nicht auf andere sichere Sparformen. Nahezu jeder österreichische Haushalt verfügt z. B. über einen Bausparvertrag oder eine Lebensversicherung.

Bei der Frage „Haben Sie Kursverluste hinnehmen müssen?“ ist in der Interpretation zu bedenken, dass die Wahrscheinlichkeit solcher Verluste mit der Dauer des Engagements und der Streuung des Aktienportfolios steigt. Da ein diversifiziertes Aktienportfolio mit höheren Vermögen korrespondiert, überrascht es nicht, dass Vermögende häufiger Kursverluste erfahren haben. Interessant ist aber, dass die Kursver-

⁷ In der Literatur ist von „background risks“ die Rede (Cucurucu et al., 2004; Guiso und Paiella, 2001).

Tabelle 1

Durchschnittliche Anteile der Anlageprodukte am Bruttogeldvermögen

| | Girokonto | Sparen ohne Bausparen | Bausparen | Gesamte bisher geleistete Prämienzahlungen für Lebensversicherungen | Investmentzertifikate | Anleihen | Aktien | Unternehmensbeteiligungen | Durchschnittliches Nettogeldvermögen (NGV) |
|---------------|-----------|-----------------------|-----------|---|-----------------------|----------|--------|---------------------------|--|
| | in % | | | | | | | | in EUR |
| 1. Dezil NGV | 36,3 | 31,0 | 14,0 | 16,7 | 1,1 | 0,0 | 0,8 | 0,1 | -8.031 |
| 5. Dezil NGV | 8,2 | 49,4 | 19,9 | 18,4 | 1,1 | 1,0 | 2,0 | 0,1 | 18.317 |
| 10. Dezil NGV | 1,3 | 46,4 | 5,9 | 13,1 | 7,1 | 9,3 | 10,9 | 5,8 | 287.003 |

Quelle: OeNB-Geldvermögensumfrage 2004, berechnet auf Ebene des individuellen Haushalts, alle Haushalte.

luste sich nicht wesentlich bezüglich Ausbildungsgrad und Alter unterscheiden. Die Aktionäre in Österreich nehmen das Auf und Ab der Börsenkurse als nicht vermeidbares Spezifikum der Börse wahr. Nur ein geringer Teil (18%) von ihnen führt Kursverluste auf eigene Fehler in der Veranlagung zurück.

In der Literatur wird oft die mangelnde Diversifizierung der Portfolios thematisiert. *Tabelle 1* zeigt die deutlichen Unterschiede in der Veranlagung des ersten und des zehnten Vermögensdezils in Österreich. Während im ersten Dezil ein hoher prozentueller Anteil des Geldvermögens auf dem Girokonto gehalten wird und in der Veranlagung nur das Sparsbuch, Bausparen und die Lebensversicherung eine Rolle spielen, sind die Portfolios im obersten Dezil stark diversifiziert. Während das erste Dezil durchschnittlich ein negatives Nettogeldvermögen⁸ (NGV) von rund 8.000 EUR aufweist, besitzt das oberste Dezil ein durchschnittliches NGV von rund 287.000 EUR.

Ein steigendes Geldvermögen ist von einem starken Ansteigen der Partizipationsrate auf dem Kapitalmarkt begleitet (*Tabelle 2*). Halten im untersten Vermögensdezil nur 2% der Haushalte

Risikoreiche Anlagen, so sind es im obersten Vermögensdezil 81%.⁹ Besonders stark steigt die Partizipationsrate im obersten Vermögensdezil. Es ist anzunehmen, dass sich dieser Anstieg auch im nicht erfassten obersten Bereich der Verteilung, der in derartigen Haushaltsbefragungen meist nicht abgebildet werden kann, fortsetzt.

Tabelle 2

Risikoreiche Anlagen nach Bruttogeldvermögen

| Geldvermögensdezile | Anteil der Haushalte mit Risikoreichen Anlagen |
|---------------------|--|
| | in % |
| Dezil 1 | 2 |
| Dezil 2 | 7 |
| Dezil 3 | 5 |
| Dezil 4 | 9 |
| Dezil 5 | 18 |
| Dezil 6 | 20 |
| Dezil 7 | 29 |
| Dezil 8 | 34 |
| Dezil 9 | 52 |
| Dezil 10 | 81 |

Quelle: OeNB-Geldvermögensumfrage 2004.

Der Partizipationsgrad auf dem Kapitalmarkt kann in Bezug auf eine Vielzahl sozioökonomischer Charakteristika analysiert werden. Diese Studie konzentriert sich neben dem Vermögen

⁸ Das Nettogeldvermögen ist definiert als Bruttogeldvermögen abzüglich Konsumkredite.

⁹ Diese Werte sind als Obergrenze in Bezug auf das Halten tatsächlich Risikoreicher Anlagen zu interpretieren.

Risikoreiche Anlagen nach sozioökonomischen Charakteristika

| Sozioökonomische Charakteristika | Stichprobenanzahl (der jeweiligen Klasse) | Anteil der Haushalte mit Risikoreichen Anlagen | Abweichung vom Anteil in der Gesamtbevölkerung |
|--|---|--|--|
| | | in % | in Prozentpunkten |
| Berufsstellung des Haushaltsvorstands | | | |
| Freie Berufe | 69 | 25 | -1 |
| Unternehmer | 80 | 39 | +13 |
| Angestellter | 747 | 31 | +5 |
| Beamter | 273 | 35 | +9 |
| Landwirt | 29 | 16 | -10 |
| Arbeiter | 235 | 15 | -11 |
| Bildung des Haushaltsvorstands | | | |
| Maximal Pflichtschule | 308 | 8 | -18 |
| Lehrabschluss, Berufsschule, BMS | 1.205 | 21 | -5 |
| AHS, BHS | 659 | 36 | +10 |
| FH, Universität | 384 | 47 | +21 |
| Nettohaushaltseinkommen | | | |
| bis EUR 749,- | 116 | 3 | -23 |
| EUR 750,- bis EUR 1.349,- | 466 | 9 | -17 |
| EUR 1.350,- bis EUR 2.249,- | 898 | 21 | -5 |
| EUR 2.250,- bis EUR 2.999,- | 497 | 36 | +10 |
| EUR 3.000,- und mehr | 579 | 48 | +22 |
| Gesamt | | 26 | |

Quelle: OeNB-Geldvermögensumfrage 2004.

auf Beruf, Ausbildung und Einkommen (Tabelle 3).

In Bezug auf die Berufsgruppen finden sich beträchtliche Unterschiede im Besitz von *Risikoreichen Anlagen*. Die Berufsgruppe der Arbeiter partizipiert in signifikant¹⁰ geringerem Ausmaß als jene der Unternehmer, Angestellten oder Beamten. Der relativ hohe Aktienbesitz der Beamten – einer Berufsgruppe, deren Mentalität gemeinhin eher mit Sicherheitsorientierung assoziiert wird – weist darauf hin, dass Einkommenssicherheit ein wichtiges Kriterium für Aktienbesitz ist. Risikoorientierung im Portfolio können sich im Hinblick auf Einkommenshöhe und Einkommenssicherheit abgesicherte

Menschen eher leisten als Menschen mit niedrigerem Einkommen und Personen mit einer höheren Wahrscheinlichkeit, arbeitslos zu werden.¹¹ Diese weniger abgesicherten Gruppen benötigen eher Versicherung als ein zusätzliches Risiko.

Der Partizipationsgrad der Gruppe mit *maximal Pflichtschulabschluss* kann von der Gruppe mit *Lehre, Berufsschule, BMS* signifikant unterschieden werden. Diese Gruppe weist einen signifikant niedrigeren Partizipationsgrad auf als die Gruppen *AHS, BHS* bzw. *FH, Universität*.

Ebenso sind einkommensreichere Haushalte stärker an der Börse vertreten als einkommensärmere Haushalte.

¹⁰ Signifikant meint im Folgenden statistisch signifikant auf 5-prozentigem Signifikanzniveau.

¹¹ Der Partizipationsgrad der Gruppe der Landwirte ist nur der Vollständigkeit wegen angeführt. Die Anzahl der Landwirte in der Stichprobe ist zu klein für eine sinnvolle Interpretation. Zudem ist die Anzahl der Haushalte in Bezug auf die Berufe kleiner, da etwa Pensionisten, Schüler oder Arbeitslose hier nicht zuordenbar sind.

So lassen sich hinsichtlich des Partizipationsgrads nur die niedrigsten zwei Klassen nicht signifikant voneinander unterscheiden. Die größte Variation in Bezug auf die Partizipation am Kapitalmarkt ergibt sich aber in Bezug auf das Geldvermögen der Haushalte.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Partizipation am Kapitalmarkt sowohl mit steigendem Geldvermögen, steigendem Nettoeinkommen und höherem Bildungsgrad wächst. Die höchste Partizipationsrate weisen das höchste Vermögensdezil, die höchste Nettoeinkommensgruppe, die Gruppe mit dem höchsten Bildungsniveau und die Unternehmer auf.

4 Anlageverhalten im internationalen Vergleich

Im Folgenden wird jene Gruppe der Haushalte, die *Risikoreiche Anlagen* (Aktien und/oder Investmentzertifikate und/oder Anleihen) bzw. jene Untergruppe von Haushalten, die *Aktien und/oder Investmentzertifikate* halten, beschrieben. Im Fokus stehen jene Haushalte, die tatsächlich am Kapitalmarkt partizipieren. In der Stichprobe der OeNB-Geldvermögensumfrage gibt es insgesamt 738 Haushalte mit *Risikoreichen Anlagen* und insgesamt 119 Haushalte, die zwar Anleihen, aber weder Aktien noch Investmentzertifikate halten. 619 Haushalte fallen in die Gruppe jener Haushalte, die *Aktien und/oder Investmentzertifikate* halten.¹²

Internationale Vergleiche zu diesem Thema auf Basis von Mikrodaten anzustellen ist problematisch, da nur wenige Daten vorliegen und diese meist zu un-

terschiedlichen Zeitpunkten erhoben wurden. Der Fokus liegt daher auf der Struktur der Partizipation über die Geldvermögensdezile, nicht auf der exakten Höhe der Partizipationsraten. Im Folgenden werden die Daten für Österreich jenen ausgewählter anderer Länder aus Guiso et. al. (2002) gegenübergestellt; diese Daten stammen aus den 1990er-Jahren. Tendenziell wird im Allgemeinen davon auszugehen sein, dass sich die Partizipationsraten über die Zeit erhöhen, insbesondere, da auch das Geldvermögen deutlich anstieg. Die substantiellen Rückgänge in Zeiten von Finanzkrisen sollten eher dazu führen, dass die Partizipation am unteren Rand der Verteilung stärker sinkt als am oberen, da vermögendere Haushalte Schocks leichter abfedern können.

Im internationalen Vergleich ist nicht nur die Partizipationsrate in Österreich relativ niedrig, sondern auch der Anteil *Risikoreicher Anlagen* am gesamten Geldvermögen der Besitzer Risikoreicher Anlagen recht klein. Während die Partizipationsrate in Österreich in Bezug auf *Aktien und/oder Investmentzertifikate* rund 22 % beträgt, liegt sie im Vereinigten Königreich bei rund 32 %, in den Niederlanden bei rund 34 % und in den USA bei rund 49%.¹³ Die Partizipationsraten Italiens und Deutschlands sind mit rund 19 % eher mit jenen Österreichs vergleichbar (Tabelle 4). Diese Differenzen sind primär auf unterschiedliche Pensionssysteme zurückzuführen. Interessant ist, dass für die untersten Vermögensdezile die Partizipationsraten in den meisten Ländern ähnlich niedrig sind; erst in

¹² Davon 301 Haushalte, die Aktien und keine Investmentzertifikate, 156, die Investmentzertifikate und keine Aktien und 162, die sowohl Aktien als auch Investmentzertifikate halten.

¹³ Aus Vergleichbarkeitsgründen wird hier auf die Einbeziehung von Anleihen verzichtet. Die Daten stammen aus den 1990er-Jahren: USA: 1998; Vereinigtes Königreich 1997 bis 1998; Niederlande: 1997; Deutschland: 1993; Italien: 1998. Aktuellere vergleichbare Daten bietet zumindest für die USA und Italien die *Luxembourg Wealth Study*, an der auch Österreich teilnimmt. Für die USA liegt der Wert für die durchschnittliche Partizipation aus dem Jahr 2001 (direkt nach der Finanzkrise) bei 30 %, für Italien aus dem Jahr 2002 bei rund 18 %.

Tabelle 4

Besitz von Aktien und/oder Investmentzertifikaten nach Bruttogeldvermögen

| | Quartil 1 | Quartil 2 | Quartil 3 | Quartil 4 | Top 5% | Anteil Gesamt |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|---------------|
| | in % | | | | | |
| USA | 4,4 | 38,3 | 66,0 | 86,7 | 93,7 | 48,9 |
| Vereinigtes Königreich | 4,9 | 11,9 | 37,8 | 71,1 | 83,9 | 31,5 |
| Niederlande | 4,4 | 16,9 | 36,8 | 75,9 | 92,3 | 33,5 |
| Deutschland | 6,6 | 17,6 | 22,1 | 29,3 | 41,6 | 18,9 |
| Italien | 3,4 | 10,8 | 19,6 | 38,9 | 54,6 | 18,9 |
| Österreich | 3,9 | 9,7 | 20,7 | 52,3 | 74,0 | 21,7 |

Quelle: USA, Vereinigtes Königreich, Niederlande, Deutschland (Guiso et al., 2002), Tabelle 1.5; Österreich (OeNB-Geldvermögensumfrage 2004).

den oberen Dezilen sind deutliche Unterschiede zu beobachten. Dafür sind auch institutionelle Gründe und unterschiedliche Finanzsysteme (marktbasiert versus bankenbasiert) verantwortlich. Grundsätzlich weisen marktbasierte Systeme, wie die USA und das Vereinigte Königreich, eine höhere Bedeutung der Aktienmärkte auf. Deutschland und Österreich zählen hingegen zu den bankenbasierten Systemen (für eine Typologie der Finanzsysteme siehe Levine, 2002).

lagen innerhalb der Gesamtportfolios der Haushalte dargestellt. Es werden jeweils nur Haushalte, die die jeweiligen Kapitalmarktinstrumente halten, in die Berechnung miteinbezogen. Der Anteil des Geldvermögens eines Haushalts, der in Risikoreiche Anlagen investiert wird, liegt durchschnittlich etwas unter einem Drittel.

Tabelle 6 zeigt die entsprechenden Anteile über die Geldvermögensdezile. Im Gegensatz zur Partizipationsrate verändert sich der Anteil der *Risikoreichen Anlagen* am gesamten Geldvermögen in Bezug auf die Höhe des Geldvermögens kaum. Haushalte mit hohem Geldvermögen investieren relativ zu ihrem gesamten Geldvermögen nicht mehr in Risikoreiche Anlagen¹⁴ als Haushalte mit niedrigerem Geldvermögen. Dies impliziert, dass die veranlagten absoluten Beträge in Risikoreiche Anlagen mit dem Geldvermögen deutlich ansteigen. Auch dieses Faktum eines nicht bzw. kaum vorhandenen Anstiegs des Anteils der Risikoreichen Anlagen kann in den meisten anderen Ländern beobachtet werden (Guiso et. al., 2002; Tab. 1.7).

Tabelle 5

Anteil Risikoreicher Anlagen am Bruttogeldvermögen¹

| | Durchschnittlicher Anteil am Geldvermögen |
|---|---|
| | in % |
| Aktien und/oder Investmentzertifikate | 23 |
| Aktien und/oder Investmentzertifikate und/oder Anleihen | 28 |

Quelle: OeNB-Geldvermögensumfrage 2004.

¹ Nur Haushalte, die die jeweiligen Kapitalmarktinstrumente halten.

In Tabelle 5 ist der jeweilige durchschnittliche Anteil der *Risikoreichen An-*

¹⁴ Die Güte der für Österreich gewichteten Anteile nimmt aufgrund der höheren Partizipationsraten in den oberen Dezilen zu und ist in den unteren Dezilen sehr gering. Das Gesamtbild zeigt demnach eine steigende Partizipationsrate über die Geldvermögensdezile und einen über die Geldvermögensdezile nicht signifikant unterscheidbaren Anteil der Risikoreichen Anlagen am Gesamtvermögen für jene Haushalte, die Risikoreiche Anlagen halten.

Tabelle 6

Anteile Risikoreicher Anlagen nach Bruttogeldvermögen¹

| Geldvermögensdezile | Stichprobenanzahl der Haushalte, die Risikoreiche Anlagen halten | Durchschnittlicher Anteil der Risikoreichen Anlagen am Geldvermögen |
|---------------------|--|---|
| in % | | |
| Dezil 1 | 6 | 30 |
| Dezil 2 | 14 | 34 |
| Dezil 3 | 9 | 21 |
| Dezil 4 | 26 | 25 |
| Dezil 5 | 39 | 21 |
| Dezil 6 | 58 | 22 |
| Dezil 7 | 81 | 27 |
| Dezil 8 | 92 | 24 |
| Dezil 9 | 149 | 27 |
| Dezil 10 | 264 | 34 |

Quelle: OeNB-Geldvermögensumfrage 2004.

¹ Nur Haushalte, die Risikoreiche Anlagen halten.

Ein Faktor, der die geringe Schwankung bei den durchschnittlichen Anteilen wenigstens teilweise zu erklären vermag, sind Eintrittskosten oder andere Fixkosten. Im Vereinigten Königreich haben die Besitzer von Risikoreichen Anlagen etwa die Hälfte ihres Geldvermögens in diesen Vermögenstiteln veranlagt. Das Niveau ist zwar deutlich höher als in Österreich, aber die Variation zwischen den Vermögensdezilen ist ebenfalls nur gering (Banks und Tanner, 2002). Eine andere Erklärungsmöglichkeit wären *1/n-Prinzipien*, nach denen sich Anleger, ihre Vermögensberater oder die für sie veranlagenden Finanzdienstleister richten. Dafür spricht auch, dass bis in die obersten Dezile, selbst wenn die Partizipationsraten auf dem Kapitalmarkt steigen, die Standard-Sparinstrumente weiterhin genutzt werden. Veranlagung in *Risikoreiche Anlagen* scheint mit steigendem Vermögen eine *zusätzliche* Option zu sein. Die klassischen Sparformen, wie Bausparver-

träge oder Lebensversicherungen, werden im Portfolio nicht ersetzt, sondern lediglich ergänzt.

5 Veranlagungsmotive und Informationssuchverhalten

Die OeNB-Haushaltsbefragung 2004 erlaubt auch, die Anlagemotive und das Informationssuchverhalten verschiedener Haushaltstypen zu analysieren (siehe Anhang). Im Folgenden interessiert die Frage, wie sich Besitzer Risikoreicher Anlagen in ihrer Sparmotivation, ihrer Informationssuche, ihrem Vertrauen in Informationsanbieter und ihrem Wunsch nach staatlichen Eingriffen von Nichtbesitzern unterscheiden.

Die Haushalte, die *Risikoreiche Anlagen* halten, geben signifikant häufiger Altersvorsorge als Sparmotiv an. Private Altersvorsorge ist daher primär ein Thema für Menschen mit höherem Einkommen und Vermögen. Dies deutet darauf hin, dass die Sparmotivation in Abhängigkeit von der Sparfähigkeit zu sehen ist. Für einkommensärmere Haushalte ist die private Altersvorsorge trotz staatlicher Förderung in weit geringerem Ausmaß (spar)motivierend. Daneben werden von den Besitzern Risikoreicher Anlagen signifikant häufiger konsumbezogene Sparmotive angegeben (größere Anschaffungen, Luxus, Urlaub usw.). Insgesamt zeigt sich auch bei den Sparmotiven das Bild einer größeren Diversifizierung in den oberen Vermögensdezilen.¹⁵

Die Besitzer *Risikoreicher Anlagen* holen signifikant häufiger Informationen ein und nutzen mehr Informationsquellen als Anleger in sicheren Aktiva. Besonders auffällig sind diese Unterschiede bei den Informationsquellen „Internet“, „Zeitungen“ und

¹⁵ Bei der Berechnung der Signifikanzniveaus wurde die Tatsache, dass Mehrfachantworten möglich waren berücksichtigt.

„Unabhängige Finanzberater“. Die Besitzer Risikoreicher Anlagen sind bereit, höhere Suchkosten beim Informationserwerb auf sich zu nehmen. Dies könnte darauf beruhen, dass diesen Haushalten das Thema der Geldanlage wichtiger ist als Haushalten, die keine Risikoreichen Anlagen halten, und sie diesem Thema daher auch mehr Aufmerksamkeit schenken. Sie können aber durch das höhere zur Verfügung stehende Vermögen auch höhere Gewinne erzielen, sodass die höheren Kosten einer umfassenden Information eher gerechtfertigt sind. Haushalte, die keine Risikoreichen Anlagen halten, substituieren hingegen einen breiten Informationsvergleich offenbar durch größeres Vertrauen in ihre Hausbank. Das in Österreich dominante Hausbankenprinzip schlägt sich in engen Kontakten von Bankkunden mit ihrem Berater in der Hausbank nieder; die Aktienberatung erfolgt mehrheitlich in der Bank. Bei der kostenlosen Anlageberatung durch die Hausbank ist aber ein Interessenkonflikt zwischen dem Kundeninteresse an objektiven Informationen und dem spezifischen Verkaufsinteresse der Bankberater gegeben. Dieses Anreizproblem in der Beratung ist für ärmere Bevölkerungsschichten maßgeblicher als für wohlhabende Privatkunden.

Eine Frage in der OeNB-Geldvermögensumfrage bezüglich der stark beworbenen, prämiengeförderten Zukunftsvorsorge bietet die Möglichkeit, das Wissen der potenziellen Anleger in Bezug auf diese Anlagemöglichkeit zu vergleichen. Es zeigen sich keine signifikanten Unterschiede zwischen Besitzern und Nichtbesitzern Risikoreicher

Anlagen. Ein Drittel der Befragten konnte den essenziellen Unterschied von Zinssatz und Prämie bei der massiv beworbenen, prämiengeförderten Zukunftsvorsorge nicht richtig beantworten.¹⁶

Auch nach dem Vertrauen in Institutionen, die Informationen zu Finanzfragen anbieten, wurde gefragt. Die Besitzer Risikoreicher Anlagen vertrauen „Finanzdienstleistern“ (Banken, Versicherungen usw.) und der OeNB signifikant häufiger. Beide Gruppen vertrauen am häufigsten dem Verein für Konsumenteninformation.

Besonders interessant ist das Antwortverhalten der Gruppen auf die Frage nach gesetzlichen Regelungen zur besseren Vergleichbarkeit von Finanzprodukten. Beide Gruppen würden mehrheitlich staatliche Eingriffe begrüßen. Jene Gruppe, die keine Risikoreichen Anlagen besitzt, wünscht einen Eingriff des Staats jedoch signifikant häufiger (81 % gegenüber 74 %). Die Unsicherheit gegenüber einer unübersichtlichen Finanzproduktvielfalt dürfte ausgeprägt sein (Fessler et al., 2007; Schürz und Weber, 2008).

Die OeNB-Geldvermögensumfrage 2004 beinhaltet keine „Lotteriefrage“, mit der typischerweise die Risikoaversion gemessen wird.¹⁷ Die Befragten wurden jedoch mit der Aussage konfrontiert: *„Ein hoher Ertrag ist mir bei Veranlagungen wichtiger als hohe Sicherheit“*. Die Aussage war mit *„trifft sehr zu“*, *„trifft eher zu“*, *„trifft nicht zu“*, oder *„trifft überhaupt nicht zu“* zu bewerten. 17 % der Befragten antworteten zustimmend; die überwiegende Anzahl stimmte dieser Aussage jedoch nicht zu. Ihr Anteil liegt bei den Besitz-

¹⁶ Die Frage war so formuliert worden, dass Zustimmung die richtige Antwort gewesen wäre. Ein „anchoring bias“ lässt gegebenenfalls eher eine nach oben verzerrte Zustimmung erwarten.

¹⁷ Eine Lotteriefrage wird z. B. im Survey on Household Income and Wealth der Banca d'Italia gestellt: *„Wie viel würden Sie für die Möglichkeit einer 50-Prozent-Chance auf einen Lotteriegewinn von 10 Mio LIT bezahlen?“*.

zern von *Risikoreichen Anlagen* bei 74% und beim Rest der Befragten bei 84%. Dieses Maß kann Hinweise auf die Risikoaversion liefern. Befragte, die der Aussage zustimmend gegenüberstehen, würden sich vermutlich als risikoorientiert bezeichnen. Bezweifeln lässt sich aber, wie zuverlässig diese Selbsteinschätzung ist. Die Frage spiegelt den fragwürdigen Stereotyp einer Dichotomie zwischen eher risikofreudigen und risikoaversen Menschen wider. Eindeutig ist aber, dass Sicherheit in der Veranlagung von zentraler Bedeutung für die Menschen ist. Nahezu alle Haushalte wählen sichere Anlagen, und nur jene mit besonders hohem Vermögen investieren zusätzlich in Risikoreiche Anlagen.

6 Logit-Schätzung

Im Folgenden wird ein Logit-Modell für die Entscheidung *Aktien und/oder Investmentzertifikate*¹⁸ zu halten geschätzt. Ziel ist es, die Determinanten für den Besitz von Aktien und/oder Investmentzertifikaten, zu identifizieren und deren relative Bedeutung zu vergleichen. Zudem wird kontrolliert, ob möglicherweise die Variationen der Partizipation in Bezug auf Einkommen, Bildung und Vermögen im Zusammenhang miteinander und mit anderen Variablen stehen. Als unabhängige Variablen werden das logarithmierte Bruttogeldvermögen, ein Vektor von Dummy-Variablen für Haushaltseinkommen und ein Vektor von Dummy-

Variablen für Bildung verwendet.¹⁹ Der jeweilige Modus der Vektoren wird als Referenzklasse verwendet.

Das Alter sowie das quadrierte und kubierte Alter des Haushaltsvorstands²⁰ erlauben die Erforschung nichtlinearer Effekte des Alters auf die Partizipationsentscheidung. Nichtlineare Effekte werden zugelassen, weil einerseits jüngere Haushalte einen deutlich längeren Veranlagungshorizont haben; andererseits wird Hauseigentum zumeist im mittleren Alter erworben, worauf eine Lebensphase folgt, in der tendenziell weniger wahrscheinlich Geldvermögen in Risikoreichen Anlagen gehalten werden sollte (Rückzahlungsverpflichtungen von Wohnkrediten). Ältere Haushalte hingegen sollten gemäß der Lebenszyklushypothese eher geringere Partizipationsraten aufweisen. Zudem hat sich diese Alterskohorte möglicherweise nie mit der Frage einer Kapitalmarktpartizipation auseinandergesetzt, da der Aktienmarkt in Österreich in der Zeit, in der sie Veranlagungsentscheidungen getroffen hat, noch weniger entwickelt war. Als weitere Kontrollvariable werden eine Dummy-Variable für Haushalte, die in einer Eigentumsimmobilie leben, eine Dummy-Variable für verheiratete oder in einer Lebensgemeinschaft lebende Haushaltsvorstände und eine Dummy-Variable für Haushalte, die sich in Wien befinden, herangezogen. Die Schätzungsergebnisse bzw. die entsprechenden Odds Ratios, die zugehörigen Standardfehler

¹⁸ Anleihen werden an dieser Stelle ausgeschlossen, da einerseits umstritten ist, inwiefern sie tatsächlich als risikoreich eingestuft werden können, und andererseits, weil der Besitz von Anleihen möglicherweise anderen Gesetzmäßigkeiten folgt. Für Österreich ändern sich die Ergebnisse jedenfalls, wenn Anleihen mit einbezogen werden, kaum.

¹⁹ Für einen ähnlichen methodischen Zugang siehe Beer et al. (2006). Die Bildungsinformationen beziehen sich auf den Haushaltsvorstand.

²⁰ Als Haushaltsvorstand ist in der OeNB-Umfrage jene Person eines Haushalts definiert, die entweder vom Befragten als Haushaltsvorstand identifiziert wird, oder aber jene Person, die über die finanziellen Angelegenheiten am Besten Bescheid weiß.

Tabelle 7

Logit-Schätzung: Besitz von Aktien und/oder Investmentzertifikaten

| | Odds Ratio | Standardfehler | Marginaler Effekt ¹ P(Y X) = 0,083 |
|---|------------|----------------|--|
| Bruttogeldvermögen (log) | 3,175*** | 0,216 | 0,088*** |
| Alter | | | |
| Alter | 0,732*** | 0,087 | -0,024** |
| Quadrirtes Alter | 1,005** | 0,002 | 0,000** |
| Kubiertes Alter | 0,999* | 0,000 | -0,000* |
| Dummy-Variablen | | | |
| Haushaltseinkommen (exklusive EUR 1.350,- bis EUR 2.249,-) | | | |
| bis EUR 749,- | 0,423 | 0,282 | -0,046* |
| EUR 750,- bis EUR 1.349,- | 1,080 | 0,232 | 0,006 |
| EUR 2.250,- bis EUR 2.999,- | 1,514*** | 0,240 | 0,037** |
| EUR 3.000,- und mehr | 1,738*** | 0,280 | 0,053*** |
| Bildung (exklusive Lehre, Berufsschule, BMS) | | | |
| Maximal Pflichtschule | 0,717 | 0,184 | -0,022 |
| AHS, BHS | 1,580*** | 0,214 | 0,042*** |
| FH, Universität | 1,626*** | 0,261 | 0,045** |
| Risikoavers | 0,366*** | 0,052 | -0,115*** |
| Eigentümer | 1,399** | 0,190 | 0,022** |
| Verheiratet/Lebensgemeinschaft | 0,765* | 0,115 | -0,023* |
| Wien | 1,426*** | 0,192 | 0,031** |
| Anzahl der Fälle | 2.556 | | |
| Pseudo R ² | 0,29 | | |
| Fläche unter der Receiver-Operating-Characteristics-Kurve | 0,85 | | |

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der OeNB-Geldvermögensumfrage 2004.

¹ Evaluiert an den Mittelwerten (kontinuierliche Variablen) bzw. Modi (Dummy-Variablen); marginale Effekte bezüglich der Dummy-Variablen bedeuten einen Sprung von 0 auf 1.

Anmerkung: ***, **, *, signifikant auf 1%-, 5%-, 10%-Signifikanzniveau.

sowie marginale Effekte und weitere Informationen zur Güte der Schätzung werden in Tabelle 7 dargestellt.²¹

Die Ergebnisse der Schätzung lassen sich mithilfe von Odds Ratios bzw. marginalen Effekten interpretieren. Odds Ratios sind ein Maß für den erwarteten Effekt der erklärenden Variablen. Die Odds Ratios beziehen sich auf eine Veränderung pro Einheit der Variable. Dargestellt werden sie als Relation zwischen den jeweiligen Chancen (Odds) Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten, wobei ein Wert größer 1 einen Anstieg der Wahrscheinlichkeit bedeutet. Bei der

Interpretation der Odds Ratios ist zwischen kontinuierlichen Variablen und Dummy-Variablen zu unterscheiden. Im Gegensatz zu kontinuierlichen Variablen, wie dem logarithmierten Geldvermögen oder dem Alter, beziehen sich die Odds Ratios bei Dummy-Variablen auf eine Veränderung der Variable von 0 auf 1, und damit auf eine Gruppenzugehörigkeit. Mit der Zugehörigkeit zur Gruppe *AHS*, *BHS* ändert sich z. B. relativ zur exkludierten Gruppe *Lehre*, *Berufsschule*, *BMS* die Chance, *Aktien und/oder Investmentzertifikate* zu halten, um rund 1,6.

²¹ Neben den abgebildeten Informationen zur Güte der Schätzung (Pseudo R², ROC) wurden weitere Gütekriterien, unter anderem der Hosmer-Lemeshow-Test, Nagelkerkes R², McFaddens R² und Cox & Snells R², sowie die Klassifikationsgüte, zur Beurteilung herangezogen. Alle mit zufriedenstellenden Ergebnissen, die verschiedenen Berechnungen von R² sind jedoch in der Literatur grundsätzlich umstritten.

Die marginalen Effekte geben die absolute Veränderung der geschätzten Wahrscheinlichkeit, *Aktien und/oder Investmentzertifikate* zu halten, bedingt auf eine marginale Veränderung der unabhängigen Variablen, an und wurden an den entsprechenden Mittelwerten bzw. Modi evaluiert. Wenn für alle im Modell verwendeten Variablen ihr Mittelwert bzw. Modus verwendet wird, liegt die Wahrscheinlichkeit, Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten, bei rund 0,08. Die marginalen Effekte spiegeln die bereits an den Odds Ratios zu erkennende Dominanz des Einflusses des Geldvermögens wider. Lediglich die Dummy-Variable Risikoaversion hat einen höheren marginalen Effekt. Bedacht werden muss beim Vergleich der marginalen Effekte aber, dass jene, die sich auf Dummy-Variablen beziehen die gesamte mögliche Veränderung von 0 bis 1 abdecken. Beim Geldvermögen führt hingegen eine marginale Veränderung am Mittelwert bereits zu einer Erhöhung der geschätzten Wahrscheinlichkeit, Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten, um annähernd 9 Prozentpunkte.²²

Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Haushalt *Aktien und/oder Investmentzertifikate* besitzt, steigt signifikant mit dem Bruttogeldvermögen, dem Einkommen und der Bildung. Zudem erhöht sich diese Wahrscheinlichkeit, wenn die bewohnte Immobilie im Eigentum steht oder die Befragten in Wien leben. Ist der Haushaltsvorstand verheiratet oder lebt in einer Lebensgemeinschaft, sinkt hingegen die Wahrscheinlichkeit, Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten. Der Dummy für „Risikoaversion“ kennzeichnet jene Personen, die der Frage: „*Ein hoher Er-*

trag ist mir bei Veranlagungen wichtiger als hohe Sicherheit.“ ablehnend gegenüberstehen. Dieser geht erwartungsgemäß signifikant negativ in das Modell ein. Den größten Erklärungsgehalt liefert jedoch mit Abstand das Bruttogeldvermögen.

Der Einfluss des Alters zeigt sich bei der gemeinsamen Betrachtung aller drei Altersvariablen. Es kann gezeigt werden, dass die Wahrscheinlichkeit, Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten, mit steigendem Alter – bis ca. 40 Jahre – sinkt, dann auf relativ konstantem Niveau bleibt und im Pensionsalter wieder stark zurückgeht. Dies verdeutlicht, dass sich ein niedrigeres Lebensalter *ceteris paribus* positiv auf die Wahrscheinlichkeit, Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten, auswirkt. In Ländern, die traditionell eine stärkere Kapitalmarktorientierung der Bevölkerung aufweisen, spielt das Alter hingegen meist kaum eine Rolle in Bezug auf die Partizipation. Diese Tatsache könnte künftig in Österreich auf eine höhere Kapitalmarktpartizipation deuten, da möglicherweise die Jüngeren größere Sorgen im Hinblick auf eine gesicherte staatliche Altersversorgung haben.

Die Ergebnisse korrespondieren mit jenen von Haliassos und Bertraut (1995), die ein ähnliches Logit-Modell für die USA schätzen und ebenfalls einen positiven Einfluss von Geldvermögen, Einkommen und Bildung finden. Der Vorteil ihres Datensatzes besteht darin, dass sie auch direkt die Arbeitsplatzunsicherheit in das Modell integrieren können. Im österreichischen Fall kann dies nur unzureichend über das Einkommen und die Bildung berücksichtigt werden.

²² Werden für alle anderen Variablen deren Mittelwerte bzw. Modi verwendet und für das Bruttogeldvermögen jeweils das 10., 25., 50., 75. und 90. Perzentil eingesetzt, ergeben sich für die Wahrscheinlichkeit, Aktien und/oder Investmentzertifikate zu halten, folgende Werte: 10. Perzentil: 0,011; 25. Perzentil: 0,034; 50. Perzentil: 0,083; 75. Perzentil: 0,215; 90. Perzentil: 0,394.

7 Schlussfolgerungen

Aktien sind in Österreich relativ wenig verbreitet, der Aktienbesitz ist auf vermögende und einkommensreiche Haushalte konzentriert. Dieser Befund der OeNB-Geldvermögensumfrage 2004 korrespondiert mit verfügbaren internationalen Ergebnissen.

Der Anteil der *Risikoreichen Anlagen* am gesamten Geldvermögen ist kein geeigneter Indikator für die Risikoaversion der Haushalte. Menschen mit niedrigem Geldvermögen, die meist ohnehin höheren Risiken und Gefahren ausgesetzt sind (hinsichtlich Geldvermögen, Einkommen, sicherem Arbeitsplatz, aber auch Gesundheit usw.), halten vorwiegend sichere Anlagen, die weniger ertragreich sind, um zumindest im Portfolio das Risiko möglichst gering zu halten. Daraus kann nicht abgeleitet werden, dass sie generell risikoscheuer sind. Durch ein höheres Geldvermögen besser abgesicherte Menschen hingegen halten ebenfalls sichere Anlagen und erweitern diese umso eher um Risikoreiche Anlagen, je mehr Geldvermögen sie halten. Der Anteil des Geldvermögens, das sie in Risikoreichen Anlagen halten, ändert sich jedoch kaum mit steigendem Einkommen oder Geldvermögen und ist in Österreich mit etwa einem Drittel des Geldvermögens eher gering.

Wird angenommen, dass das Risiko, arbeitslos oder krank zu werden, mit steigendem Vermögen sinkt, sollten bei gleicher Risikoaversion vermögendere Individuen eine risikoreichere Veranlagung ihres Vermögens wählen. Dies kann aber in den Daten nicht beobachtet werden, was darauf hindeutet, dass in den oberen Vermögensbereichen eher zuwenig in Risikoreichen Anlagen gehalten wird. Bausparverträge und Lebensversicherungen stellen Veranlagungsinstrumente dar, die selbst im obersten Bruttogeldvermögensdezil noch gewählt werden, was für diese These spricht.

Ursache für das zurückhaltende Aktienengagement dürfte ein funktionierendes staatliches Pensions- und Gesundheitssystem in Österreich einerseits und eine geringe Sparfähigkeit eines Teils der Haushalte andererseits sein. Die umlagefinanzierte Altersversorgung sorgt für ein Ausmaß an Absicherung, das viele österreichische Haushalte als noch ausreichend ansehen, sodass sie nicht privat vorsorgen. Besonders bei jüngeren Haushalten scheint sich dies allerdings zu ändern, was künftig in Österreich zu einer höheren Kapitalmarktpartizipation führen könnte.

Anhang

OeNB-Geldvermögensumfrage 2004

1. *Es gibt unterschiedliche Gründe, warum Menschen sparen. Warum sparen Sie?*

- für eigene Altersvorsorge
- zur Absicherung meiner Familie
- für größere Anschaffungen (Haus, Auto, Wohnung usw.)
- für Krankheit (Zahnarzt, Operationen)
- für den Fall der Arbeitslosigkeit
- ohne bestimmten Grund („Notgroschen“), ich weiß noch nicht, was ich damit mache
- sonstiges, und zwar:

2. *Wenn Sie sich zu Finanzthemen informieren, welche Informationsquellen nutzen Sie da?*

- rede mit meinem Berater von meinem Geldinstitut
- hole Prospekte aus meinem Geldinstitut
- informiere mich bei verschiedenen Geldinstituten
- rede mit unabhängigen Finanzberatern
- rede mit meiner Familie
- rede mit Freunden und Bekannten
- rede mit Arbeitskollegen
- informiere mich beim Betriebsrat meiner Firma
- rufe Infos über Internet ab
- informiere mich in Zeitungen

3. *Auf wessen Informationen zu Finanzfragen vertrauen Sie am ehesten?*

- Bundesregierung/Parlament
- Oesterreichische Nationalbank (OeNB)
- Arbeiterkammer
- Wirtschaftskammer
- Finanzdienstleister (Banken, Versicherungen usw.)
- Schulen, Hochschulen, Universitäten
- Weiterbildungseinrichtungen (VHS usw.)
- Arbeitgeber
- Verein für Konsumenteninformation (VKI)

4. *Würden Sie es begrüßen, wenn der Staat durch gesetzliche Regelungen dafür sorgen würde, dass Finanzprodukte besser vergleichbar sind?*

- Ja
- Nein

5. *Haben Sie Kursverluste hinnehmen müssen?*

- Ja
- Nein

6. *Was waren die Gründe für die Kursverluste?*

- zu geringes Wissen
- Anfängerfehler
- natürliche Börsenentwicklung
- sonstige Gründe, und zwar:

7. *Warum haben Sie keine Aktien?*

- Risiko im Vergleich zu anderen Finanzveranlagungen zu hoch
- Beratung durch meine Bank
- Kosten/Spesen zu hoch
- Rat von Freunden
- fehlende Beratung/zu geringes Wissen
- kann ich mir nicht leisten
- sonstige Gründe, und zwar:

Literaturverzeichnis

- Ameriks, J. und S. Zeldes. 2004.** How do Household Portfolios Shares Vary with Age?
- Banca d'Italia. 2008.** The Bibliography of the SHIW. www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bilfait/biblio/biblio_ing_2.pdf
- Banks, J. und S. Tanner. 2002.** Household Portfolios in the United Kingdom. In: Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli (Hrsg.). 2002. Household Portfolios. The MIT Press. 219–251.
- Beer, C., P. Mooslechner, M. Schürz und K. Wagner. 2006.** Das Geldvermögen privater Haushalte in Österreich: eine Analyse auf Basis von Mikrodaten. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q2/06. OeNB. 101–114.
- Benartzi, S. und R. Thaler. 2001.** Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans. In: American Economic Review 91. 79–98.
- Bertaut, C. und M. Starr-McCluer. 2002.** Household Portfolios in the United States. In: Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli (Hrsg.). 2002. Household Portfolios. The MIT Press. 181–219.
- Bonß, W. 1995.** Vom Risiko. Unsicherheit und Ungewissheit in der Moderne. Hamburg.
- Brandolini, A., E. Sierminska und T. M. Smeeding. 2006.** Comparing Wealth Distribution Across Rich Countries: First Results from the Luxembourg Wealth Study. Working Paper 1. Luxembourg Wealth Study.
- Campbell, J. Y. 2006.** Household Finance. In: Journal of Finance LXI(4). 1553–1603.
- Cronqvist, H. und R. H. Thaler. 2004.** Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience. In: The American Economic Review 94(2). Mai. 424–428.
- Cucurucu, S., J. Heaton, D. Lucas und D. Moore. 2004.** Heterogeneity and Portfolio Choice: Theory and Evidence. Prepared for the Handbook of Financial Econometrics.
- Deutsche Bundesbank. 1997.** Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument. In: Monatsbericht Jänner.
- Fano, D. 2005.** Assessing Risk in Household Portfolios: Progress and Open Issues at the Macro and Micro/Survey Level. Luxembourg Wealth Study. S.A.DI.BA. Perugia. Jänner. 17–29.
- Farny, O. 2007.** Förderung der Vermögenden. In: Mitbestimmung 3/2007. 27–29.
- Fessler, P., M. Schürz, K. Wagner und B. Weber. 2007.** Die Finanzkompetenz der österreichischen Bevölkerung. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q3/07. OeNB. 53–71.
- Gollier, C. 2002.** What Does Theory Have to Say About Household Portfolios? In: Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli (Hrsg.). 2002. Household Portfolios. The MIT Press. 27–55.
- Guiso, L. und M. Paiella. 2001.** Risk Aversion, Wealth and Background Risk. CEPR Discussion Paper 2728.
- Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli. 2002.** Household Portfolios. Cambridge (Massachusetts): The MIT Press.
- Guiso, L. und T. Jappelli. 2002.** Household Portfolios in Italy. In: Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli (Hrsg.). 2002. Household Portfolios. The MIT Press. 251–291.
- Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli. 2003.** Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand, And Where Do We Go? CEPR Discussion Paper 3694.
- Guiso, L., L. Sapienza und L. Zingales 2005.** Trust in the Stock Market.
- Hacker, J. S. 2007.** The Great Risk Shift. Oxford University Press.
- Hahn, F. 2002.** Bedeutung von Aktienmärkten für Wachstum und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern. Annex von Thomas Zotter. Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft 79. Arbeiterkammer Wien.
- Haliassos, M., C. Bertaut. 1995.** Why Do so Few Hold Stocks? In: The Economic Journal 105(432). September. 1110–1129.

- Haliassos, M. 2006.** Household Portfolios. In: Palgrave Dictionary. 2nd edition.
- Honohan, P. 2006.** Household Financial Assets in the Process of Development. In: World Bank Policy Research Working Paper 39365.
- King, M. und J. Leape. 1987.** Asset Accumulation, Information and the Life Cycle. NBER Working Paper 2392.
- Lacina, F. 2008.** Das Spiel auf dem Börsenparkett. Im Gespräch mit Werner Kretschmer. In: Bank exklusiv 1/2008. 8–9.
- Levine, R. 2002.** Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? William Davidson Working Paper 442. University of Minnesota.
- Mooslechner, P. 2003.** Finance for Growth, Finance and Growth, Finance or Growth ? Drei Erklärungsansätze zum Konnex zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft. In: Berichte und Studien 1/2003. OeNB. 100–121.
- Schenz, R. 2003.** Die Sanktion ist der Markt. Interview. In: voestalpine Magazin.
- Schuberth, H. und M. Schürz (Hrsg.). 2003.** Finance for Growth. In: Berichte und Studien 1/2003. Schwerpunktheft. OeNB. www.oenb.at/de/img/ber_2003_1_tcm14-45.pdf
- Schürz, M. 2008.** Auf der Suche nach dem verschwiegenen Reichtum. In: Intervention 5(1). 62–74.
- Schürz, M. und B. Weber. 2008.** Das Wissen vom Geld. Auf dem Weg zum Finanzbildungsbürgertum. Graz: Nausner & Nausner.