



BERGISCHE  
UNIVERSITÄT  
WUPPERTAL

# **Vertrauen im Rahmen der Investitionsentscheidung professioneller Investoren – Eine theoretische und empirische Analyse**

Inauguraldissertation  
zur Erlangung des akademischen Grades  
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft  
(doctor rerum oeconomicarum)

vorgelegt von  
Philipp Greiner, M.Sc.  
aus Dortmund

Wuppertal, im März 2020

Die Dissertation kann wie folgt zitiert werden:

urn:nbn:de:hbz:468-20201109-111425-2

[<http://nbn-resolving.de/urn/resolver.pl?urn=urn%3Anbn%3Ade%3A468-20201109-111425-2>]

DOI: 10.25926/fck4-g075

[<https://doi.org/10.25926/fck4-g075>]

*Katja,*  
*Dir ist diese Arbeit gewidmet,*  
*für Deine Liebe,*  
*Deine bezaubernde Art,*  
*und jeden wundervollen Moment,*  
*den ich mit Dir verbringen darf.*

*„Anfangen im Kleinen,  
Ausharren in Schwierigkeiten,  
Streben zum Großen.“*

(Alfred Krupp)

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>VIII</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>IX</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis.....</b>	<b>XI</b>
<b>1 Einleitung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung und Zielsetzung .....	1
1.2 Aufbau der Untersuchung.....	5
<b>2 Theoretische Grundlagen.....</b>	<b>9</b>
2.1 Grundlagen des Vertrauenskonstrukts.....	9
2.1.1 Begriffsdefinition und Merkmale des Vertrauens .....	9
2.1.2 Vertrauensverständnis relevanter Wissenschaftsdisziplinen.....	16
2.1.3 Abgrenzung zu verwandten Konstrukten .....	20
2.1.4 Vertrauen und Misstrauen .....	23
2.2 Stand der Vertrauensforschung .....	24
2.2.1 Einordnung des Vertrauenskonstrukts in die Betriebswirtschaftslehre.....	24
2.2.2 Determinanten und Konsequenzen des Vertrauens.....	27
2.2.3 Investitionsentscheidungen als Untersuchungsgegenstand .....	34
2.3 Theoretischer Bezug zur neuen Institutionenökonomik .....	38
2.3.1 Transaktionskostentheorie.....	38
2.3.2 Prinzipal-Agenten-Theorie.....	42
2.3.2.1 Prinzipal-Agenten-Problem .....	42
2.3.2.2 Vertrauen in der Prinzipal-Agenten-Beziehung .....	45
2.3.3 Erklärungsbeitrag der neuen Institutionenökonomik .....	48
<b>3 Bedeutung von Vertrauen für Investitionsentscheidungen.....</b>	<b>51</b>
3.1 Vertrauensbeziehung zwischen Investor und Unternehmen .....	51
3.1.1 Investor als Vertrauensgeber .....	51

---

3.1.1.1	Aktienkauf als spezifische Vertrauensinvestition.....	51
3.1.1.2	Typologisierung des Investors als Vertrauensgeber .....	56
3.1.2	Unternehmen als Vertrauensnehmer .....	60
3.2	Notwendigkeit von Vertrauen für den Investor als Vertrauensgeber .....	62
3.2.1	Vertrauen als Entscheidung unter Risiko .....	62
3.2.2	Ökonomische Vertrauens Theorie und Rational Choice .....	66
3.2.2.1	Grundannahmen des Rational Choice-Ansatzes.....	66
3.2.2.2	Struktur-individualistisches Erklärungsmodell .....	68
3.2.3	Vertrauen als Analysestrategie des Rational Choice-Ansatzes.....	71
3.2.3.1	Logik der Situation .....	71
3.2.3.2	Logik der Selektion .....	72
3.3	Entscheidungsprozess des Investors als Vertrauensgeber .....	74
3.3.1	Vertrauenserwartung und Vertrauenshandlung.....	74
3.3.2	Bildung der Vertrauenserwartung .....	77
3.3.3	Kognitive und emotionale Elemente des Vertrauens .....	78
3.3.4	Informationen als Basis der Vertrauenserwartung.....	80
3.4	Entscheidungskalkül des Vertrauensgebers.....	83
<b>4</b>	<b>Entwicklung des Analysemodells.....</b>	<b>88</b>
4.1	Theoretischer Bezugsrahmen .....	88
4.2	Modellbildung .....	90
4.2.1	Determinanten des ökonomischen Vertrauens .....	90
4.2.1.1	Fähigkeit .....	90
4.2.1.2	Glaubwürdigkeit .....	93
4.2.1.3	Wohlwollen .....	96
4.2.1.4	Integrität.....	99
4.2.2	Personenspezifische Faktoren .....	103

---

4.2.3	Aktienkauf als Konsequenz des Vertrauens .....	106
4.2.4	Interaktionseffekte .....	109
4.3	Zusammenfassende Darstellung des Untersuchungsmodells .....	113
<b>5</b>	<b>Grundlagen der empirischen Analyse.....</b>	<b>117</b>
5.1	Faktorieller Survey als empirisches Messmodell .....	117
5.1.1	Grundidee .....	117
5.1.2	Konstruktion eines faktoriellen Surveys .....	120
5.2	Faktorieller Survey zur Erhebung des Investorenvertrauens.....	123
5.2.1	Bestimmung der Vignettenpopulation und der Vignettensets.....	123
5.2.2	Festlegung des Analysedesigns .....	127
5.2.3	Art und Umfang der Stichprobe .....	137
5.3	Gestaltung des ergänzenden Fragebogens .....	138
5.4	Messung der generellen Vertrauensneigung.....	140
5.5	Überprüfung der empirischen Erhebung durch Pretests .....	142
<b>6</b>	<b>Empirische Analyse .....</b>	<b>144</b>
6.1	Statistische Modellierung .....	144
6.1.1	Hierarchische Datenstruktur des faktoriellen Surveys .....	144
6.1.2	Ordinale logistische Regression als Analyseverfahren .....	146
6.1.2.1	Grundlagen .....	146
6.1.2.2	Interpretation .....	149
6.2	Beschreibung des Datensatzes .....	152
6.3	Empirische Überprüfung des Analysemodells .....	154
6.3.1	Deskriptive Ergebnisse .....	154
6.3.2	Basisanalyse .....	161
6.3.2.1	Basismodell I: Vertrauenserwartung .....	161
6.3.2.2	Basismodell II: Transaktionsbereitschaft .....	167

---

6.3.2.3	Basismodell III: Gesamtmodell (GSEM) .....	169
6.3.3	Mehrebenenanalyse.....	171
6.3.3.1	Grundlagen .....	171
6.3.3.2	Analyse des ökonomischen Vertrauens als Ausgangspunkt.....	174
6.3.3.3	Random Intercept-Modelle.....	178
6.3.3.4	Random Intercept-Random Coefficient-Modelle.....	181
6.3.4	Zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse .....	196
<b>7</b>	<b>Konsequenzen der Analyse .....</b>	<b>201</b>
7.1	Limitationen der Untersuchung .....	201
7.2	Implikationen für die Berufspraxis.....	204
7.3	Zukünftiger Forschungsbedarf .....	207
<b>8</b>	<b>Thesenförmige Zusammenfassung .....</b>	<b>210</b>
	<b>Anhang .....</b>	<b>214</b>
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>219</b>

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Systematisierung der Definitionen von Vertrauen. ....	11
Abbildung 2: Prinzipal-Agenten-Problem. ....	44
Abbildung 3: Prinzipal-Agenten-Beziehung als Vertrauensbeziehung.....	46
Abbildung 4: Aktienkauf im informationsökonomischen Dreieck. ....	54
Abbildung 5: Kapitalmarktteilnehmer.....	57
Abbildung 6: Struktur-individualistisches Erklärungsmodell.....	69
Abbildung 7: Zusammenhang von Vertrauenserwartung und Vertrauenshandlung.....	76
Abbildung 8: Subjektive Wahrnehmung der Motivation des Vertrauensnehmers.....	78
Abbildung 9: Verhältnis von kognitiver Durchdringung und emotionaler Reaktion.....	79
Abbildung 10: Informationskategorien zur Bildung der Vertrauenserwartung. ....	81
Abbildung 11: Systematisierung des Kompetenzbegriffs. ....	91
Abbildung 12: Analysemodell mit Hypothesen. ....	116
Abbildung 13: Vignettenbeispiel. ....	118
Abbildung 14: Vignettensituation der vorliegenden Analyse. ....	130
Abbildung 15: Beispielvignette zum Fragebogen. ....	136
Abbildung 16: Hierarchische Struktur der Daten bei faktoriellen Surveys.....	144
Abbildung 17: Marginal Plot für die generelle Vertrauensneigung. ....	165
Abbildung 18: Marginal Plot für die Berufserfahrung. ....	167
Abbildung 19: Situative Vertrauenserwartung im Mehrebenenmodell. ....	189
Abbildung 20: Generelle Vertrauensneigung im Mehrebenenmodell. ....	190
Abbildung 21: Berufserfahrung im Mehrebenenmodell. ....	191
Abbildung 22: Interaktionseffekt generelle Vertrauensneigung und Berufserfahrung. ....	192
Abbildung 23: Interaktionseffekt situative Vertrauenserwartung und Asset-Klasse. ....	193
Abbildung 24: Interaktionseffekt situative Vertrauenserwartung und Asset-Klasse. ....	194
Abbildung 25: Analysemodell mit Ergebnissen.....	200

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vertrauensdefinitionen des Verhaltensansatzes.....	12
Tabelle 2: Vertrauensdefinitionen des einstellungsorientierten Ansatzes.....	13
Tabelle 3: Hybride Vertrauensdefinitionen.....	14
Tabelle 4: Merkmale des Vertrauens. ....	15
Tabelle 5: Transaktionskostenarten nach PICOT/DIETL/FRANCK. ....	40
Tabelle 6: Überblick der Hypothesen der Einzeleffekte. ....	114
Tabelle 7: Überblick der Hypothesen der Interaktionseffekte. ....	115
Tabelle 8: Operationalisierung der Dimensionen.....	131
Tabelle 9: Experimenteller Versuchsplan. ....	133
Tabelle 10: Verteilung der Vignetten auf die Befragungsteilnehmer. ....	134
Tabelle 11: Absolute und relative Häufigkeiten Urteil Vertrauen. ....	155
Tabelle 12: Absolute und relative Häufigkeiten Urteil Aktie. ....	155
Tabelle 13: Verdichtete absolute und relative Häufigkeiten Urteil Vertrauen.....	156
Tabelle 14: Verdichtete absolute und relative Häufigkeiten Urteil Aktie.....	156
Tabelle 15: Kreuztabelle der Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“.....	157
Tabelle 16: Kreuztabelle der Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“ (verdichtet). 158	
Tabelle 17: Ergebnisse der exploratorischen Faktorenanalyse. ....	160
Tabelle 18: Basismodell I – Vertrauenserwartung.....	163
Tabelle 19: Basismodell II – Transaktionsbereitschaft. ....	168
Tabelle 20: Basismodell III – Gesamtmodell (GSEM). ....	170
Tabelle 21: Einebenenmodell für das ökonomische Vertrauen.....	176
Tabelle 22: Vergleich der kognitiven und emotionalen Vertrauensmerkmale.....	177
Tabelle 23: Modell 1 – Nullmodell.....	179
Tabelle 24: Modell 2 – Random Intercept-Modell.....	183
Tabelle 25: Modell 3 – Random Coefficient-Modell.....	185

Tabelle 26: Modell 4 – Contextual Random Coefficient-Modell. ....	187
Tabelle 27: Zusammenfassung der empirischen Befunde (Einzeleffekte).....	198
Tabelle 28: Zusammenfassung der empirischen Befunde (Interaktionseffekte).....	199

## Abkürzungsverzeichnis

ACI	Association Cambiste Internationale
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AV	abhängige Variable
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
bspw.	beispielsweise
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CIO	Chief Investment Officer
Cov	Covariance
CSR	Corporate Social Responsibility
Deka	Deutsche Kapitalanlagegesellschaft
df	degrees of freedom
d. h.	das heißt
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DWS	Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen
ESS	European Social Survey
EU	Europäische Union
EU	Expected Utility
EVS	European Values Survey
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
G	Gain

---

ggf.	gegebenenfalls
GSEM	Generalized Structural Equation Model
H	Hypothese
ICC	Intraclass Correlation Coefficient
ITS	Interpersonal Trust Scale
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KI	Konfidenzintervalls
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin-Kriterium
kum.	kumuliert
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
L	Loss
LL	LogLikelihood
Logit	Logistic Regression
LR	Likelihood-Ratio
Nr.	Nummer
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLS	Ordinary Least Squares
OR	Odds-Ratio
p	probability
PO	Proportional Odds
RBCF	Randomized Block Confounded Factorial Design
S.	Seite
SE	Societas Europaea
SE	Standard Error

---

SE-VO	Statut der Europäischen Gesellschaft
sog.	sogenannte/sogenannten
u. a.	unter anderem/unter anderen
US	United States
u. U.	unter Umständen
UV	unabhängige Variable
Var	Variance
Vgl.	Vergleiche
VU	Vignettenurteil
WVS	World Values Survey
z. B.	zum Beispiel



# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Bereits zu Beginn der 1970er Jahre stellte ARROW fest, dass „virtually every commercial transaction has within itself an element of trust“<sup>1</sup>. Seither erfährt die Vertrauens-thematik in der betriebswirtschaftlichen Literatur eine immer weiter zunehmende Aufmerksamkeit.<sup>2</sup> Bis Ende der 1990er Jahre wurde Vertrauen hierbei vor allem als wichtiger Erfolgsfaktor der *Investor Relations* angesehen und dementsprechend analysiert. Im Rahmen dieses Themenkomplexes geht es darum, durch eine umfangreiche und zeitnahe Informationspolitik das Vertrauen der Investoren in ein Unternehmen bzw. das jeweilige Management eines Unternehmens zu stärken. So lässt sich durch Vertrauen ein Beitrag dazu leisten, die Unternehmensbewertung durch den Kapitalmarkt auf ein dauerhaft angemessenes Niveau zu bringen, um eine bestmögliche Wertpapierkursbewertung in dem Sinne zu erreichen, dass der Aktienkurs stabil und im Einklang mit dem inneren Unternehmenswert verläuft.<sup>3</sup>

Spätestens seit den Finanzkrisen der 2000er Jahre wird die Rolle von Vertrauen im ökonomischen bzw. finanzwirtschaftlichen Schrifttum allerdings nicht mehr nur im Hinblick auf die Attraktivität einzelner Unternehmen für potentielle Investoren diskutiert. Seither geht es vielmehr um die Notwendigkeit des Vorhandenseins von Vertrauen als Basis für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts an sich.<sup>4</sup> Denn Vertrauen wird bspw. nach METZLER und FRANCONI mittlerweile als wichtigstes Asset am Kapitalmarkt wahrgenommen, was insbesondere für den in Zeiten des Niedrigzinsumfelds immer weiter an Bedeutung zunehmenden Aktienmarkt gilt.<sup>5</sup> So besteht empirische Evidenz, dass Vertrauen zu einer höheren Beteiligung von Anlegern am Aktienmarkt führt, da sich durch Vertrauen die Kosten für das *Monitoring* eines potentiellen Investments bzw. eines potentiellen Kontrahenten verringern lassen.<sup>6</sup>

Zurückzuführen ist das zunehmende Interesse der Forschung an Untersuchungen zur Entstehung und Wirkung von Vertrauen auf den massiven Vertrauensverlust, den die internationalen

---

<sup>1</sup> ARROW, K. J. (1972), S. 357.

<sup>2</sup> Vgl. BOTTAZZI, L./DA RIN, M./HELLMANN, T. (2016), S. 2284.

<sup>3</sup> Vgl. KIRCHHOFF, K. R. (2006), S. 230 f.; BANZHAF, J./KUHNLE, H. (2006), S. 88.

<sup>4</sup> Vgl. LINS, K. V./SERVAES, H./TAMAYO, A. (2017), S. 1785 f.; BANZHAF, J./KUHNLE, H. (2006), S. 88.

<sup>5</sup> Vgl. METZLER, L. v. (2019), S. 202; FRANCONI, R. (2006), S. 5; KURY, M. (2014), S. 35; BANZHAF, J./KUHNLE, H. (2006), S. 88.

<sup>6</sup> Vgl. LESMEISTER, S./LIMBACH, P./GOERGEN, M. (2019), S. 1.

Märkte, wie erwähnt, zunächst durch die Dotcom-Blase und später vor allem durch die Subprime-Krise erlitten haben.<sup>7</sup> Sowohl privaten als auch professionellen Investoren wurde deutlich, wie wertvoll Vertrauen für den Finanzsektor und damit letztlich auch für das gesamte Wirtschafts- und Währungssystem ist. Ohne das Vertrauen der Anleger in die Leistungsfähigkeit und den Leistungswillen sowie die Verlässlichkeit und Aufrichtigkeit ihrer Kontrahenten werden selbst relativ solide Anlagevorhaben erheblich erschwert oder kommen gar nicht erst zustande. In Kombination mit dem verschärften Wettbewerb um die Ressource Kapital aufgrund der weiteren Globalisierung und Digitalisierung der Märkte kommt dem Thema Vertrauen somit mehr Aufmerksamkeit denn je zu.<sup>8</sup>

Wie aber ist der hohe Vertrauensbedarf der Kapitalmärkte bzw. der an den Kapitalmärkten agierenden Investoren überhaupt erklärbar? Wird die neoklassische Kapitalmarkttheorie als Erklärungsansatz herangezogen, lässt sich feststellen, dass von stimmungs- oder einstellungs-basierten Phänomenen, wie z. B. Vertrauen, grundsätzlich kein Einfluss auf die Entscheidungen der handelnden Personen ausgehen sollte. Denn an den Märkten sind vollständig rational handelnde Akteure aktiv.<sup>9</sup> So setzen Investoren im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen alle verfügbaren und relevanten Informationen korrekt zusammen, um auf dieser Grundlage eine Entscheidung treffen zu können, die den größtmöglichen Nutzen verspricht. Aus Sicht der neoklassischen Theorie weist der Kapitalmarkt somit eine sehr große Informationseffizienz auf. Solange also davon ausgegangen wird, dass den Marktakteuren vollständige Informationen zur Verfügung stehen und sie deshalb im Zuge ihrer Investitionsentscheidungen nicht mit Unsicherheit konfrontiert werden, besteht für den Einsatz von Vertrauen als Mittel zur Reduktion von Unsicherheit kein Bedarf.<sup>10</sup>

Betrachtet man die Vertrauenthematik hingegen aus dem Blickwinkel der Neuen Institutionenökonomik, so wird die herausragende Bedeutung von Vertrauen für Investitionsentscheidungen am Aktienmarkt offenkundig, da sich die Beziehung zwischen einem potentiellen Investor und einem Aktien emittierenden Unternehmen als Prinzipal-Agenten-Problem modellieren lässt.<sup>11</sup> Im Kontext des Kapitalmarkts entsteht ein solches Prinzipal-Agenten-Problem infolge des Auseinanderfallens von Eigentum und Verfügungsgewalt. Das Eigentum wird hierbei durch einen Investor als Anteilseigner (Prinzipal) repräsentiert. Die Verfügungsgewalt liegt

---

<sup>7</sup> Zum Vertrauensverlust durch die genannten Krisen vgl. bspw. DAXHAMMER, R. J./FACSAR, M. (2017b).

<sup>8</sup> Vgl. BANZHAF, J./KUHNLE, H. (2006), S. 88.

<sup>9</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 1 f.; WEBER, M. et al. (1999), S. 8 f.

<sup>10</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 1 f. Für die Grundlagen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie vgl. bspw. SHARPE, W. F. (1964); MARKOWITZ, H. (1952); FAMA, E. F. (1970); SCHOLES, M. S. (1972).

<sup>11</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 145 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 72 f.; ROEDER, K. (2000), S. 124 f.

hingegen beim Unternehmen bzw. beim Unternehmensmanagement (Agent).<sup>12</sup> Aus dieser Trennung ergibt sich eine asymmetrische Informationsverteilung, die im Sinne der individuellen Nutzenmaximierung zu Interessenkonflikten zwischen den beteiligten Parteien führen kann. Schließlich ist es durchaus denkbar, dass ein Agent seinen Informationsvorsprung ausnutzt und nicht immer im Sinne des Prinzipals handelt. Durch die Delegation der Verfügungsmacht an den Agenten erwächst für diesen somit die Möglichkeit, sich opportunistisch verhalten zu können.<sup>13</sup>

Dem Investor (Vertrauensgeber) sind also die tatsächlichen Absichten des Unternehmens (Vertrauensnehmer) nicht in vollem Umfang bekannt, so dass er im Rahmen einer Entscheidungssituation ein gewisses Maß an Unsicherheit wahrnimmt. Da das Kapitalmarktinstrument Aktie einen starken Zukunftsbezug aufweist, nimmt der Investor die beschriebene Unsicherheit im Zuge der Kaufentscheidung besonders deutlich wahr. Denn die Rendite als wichtigste Produkteigenschaft einer Aktie lässt sich im Vorfeld einer möglichen Transaktion nicht mit völliger Sicherheit bestimmen. Nach dem Kauf kann die zukünftige Rendite der Aktie zudem nur unzureichend auf der Basis von Erfahrungen aus der Vergangenheit bestimmt werden.<sup>14</sup> Daher spielen beim Kauf einer Aktie Signale eine wichtige Rolle, mit deren Hilfe auf die Qualität der Leistungs- bzw. Produkteigenschaften geschlossen werden kann. Zu diesen Signalen, die sich als leistungsübergreifende Informationssubstitute bezeichnen lassen, zählt auch das Vertrauen des Investors.<sup>15</sup> Es ist nämlich in besonderer Weise dazu geeignet, das Wissen über ein Gut durch das Wissen über Akteure oder Institutionen zu ersetzen und stellt somit einen wirkungsvollen Mechanismus zur Überwindung der wahrgenommenen Unsicherheit dar.<sup>16</sup>

Aufgrund der Relevanz von Vertrauen für Aktienkaufentscheidungen und des infolge der letzten Finanzkrisen allgemein höheren Vertrauensbedarfs an den Märkten überrascht es nicht, dass die Anzahl von Analysen zur Entstehung und Wirkung von Vertrauen stetig zunimmt.<sup>17</sup> Dennoch beschäftigen sich die Untersuchungen zur Rolle des Vertrauens im Rahmen von Investi-

---

<sup>12</sup> Vgl. OSTERLOH, M./WEIBEL, A. (2006), S. 192 f.; FERBER, M. (2004), S. 2; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 50.

<sup>13</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 50; DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D./DONALDSON, L. (1997), S. 22 f.; JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976), S. 308 f.

<sup>14</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 44.

<sup>15</sup> Vgl. SCHÖNBORN, T. (2005), S. 123 f.

<sup>16</sup> Vgl. SCHULZ, W. (2008), S. 143.

<sup>17</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 1; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 1 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 2; BANZHAF, J./KUHNLE, H. (2006), S. 88 f.

tionsentscheidungen zum überwiegenden Teil mit Anlegern, die als Privatpersonen am Kapitalmarkt aktiv sind.<sup>18</sup> Welche Wirkung Vertrauen auf professionelle Investoren am Aktienmarkt hat, wurde dementsprechend noch nicht umfassend untersucht, so dass nur wenige empirische Erkenntnisse im Hinblick auf die Determinanten und Konsequenzen von Vertrauen in der betriebswirtschaftlichen Literatur zu finden sind. Untersuchungen, die sich explizit auf Marktakteure beziehen, die im Bereich des Asset Managements bzw. im Bereich des Portfoliomanagements beruflich tätig sind, konnten bis auf wenige Ausnahmen nicht gefunden werden.<sup>19</sup> Dabei umfasst alleine das in Deutschland von Kapitalanlagegesellschaften und Privatbanken verwaltete Vermögen ein Volumen von über 4,2 Billionen Euro.<sup>20</sup>

Neben dem Umstand, dass trotz der diskutierten Bedeutung des Vertrauens für den genannten Forschungsbereich nur eine geringe Anzahl an Studien zur Verfügung steht, lässt sich noch ein weiterer Aspekt als Begründung für den bestehenden Forschungsbedarf anführen. Die vorhandenen Studien analysieren ausschließlich die Entstehung und Wirkung von situativen Vertrauensanreizen im Rahmen von Investitionsentscheidungen.<sup>21</sup> Das Vertrauenskonstrukt basiert allerdings nicht nur auf den genannten Faktoren. Vielmehr lässt sich das Vertrauenskonstrukt in eine spezifische und eine generalisierte Komponente untergliedern. Die letztgenannte Komponente wird hierbei als die generelle Vertrauensneigung einer Person bezeichnet, da sie verschiedentlich gesammelte Erfahrungen über einen langen Zeitraum hinweg zu einer verallgemeinerten Erwartungshaltung in Bezug auf die Vertrauenswürdigkeit einer Person oder Institution aggregiert.<sup>22</sup>

Es zeigt sich, dass die Analyse des Zusammenspiels von situativen und personenspezifischen Vertrauensfaktoren ein weitgehend unbearbeitetes Feld innerhalb der Vertrauensforschung darstellt. Allerdings handelt es sich hierbei um ein hochgradig interessantes und relevantes Problem, was sowohl für die Forschung als auch für die Berufspraxis gilt. Denn spätestens seit der zunehmenden Einsicht, dass Marktakteure nicht dem gesetzten Ideal eines vollständig rational handelnden Homo Oeconomicus entsprechen, erscheint es lohnenswert, die beschriebene Kombination aus situations- und personenspezifischen Vertrauensmerkmalen mit Hilfe einer theoretischen und empirischen Analyse zu untersuchen.<sup>23</sup>

---

<sup>18</sup> Für einen Überblick über die vorhandenen Studien vgl. u. a. STEINMANN, T. (2013).

<sup>19</sup> Zur Wirkung von Vertrauen auf private Investoren vgl. bspw. SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2012); GUISSO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008) und die dort genannte Literatur.

<sup>20</sup> Vgl. hierzu bspw. Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) (2019); NICOLAISEN, C. (2018).

<sup>21</sup> Als Beispiel hierfür dient die Analyse von FERBER, M. (2004).

<sup>22</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 100 f.

<sup>23</sup> Vgl. DAXHAMMER, R. J./FACSAR, M. (2017a), S. 96 f.

Anhand der vorhergehenden Ausführungen wird deutlich, dass im Hinblick auf die Analyse der Vertrauensbeziehung zwischen Investor und Unternehmen, trotz der hohen Relevanz des Vertrauenskonstrukts für die Ökonomie im Allgemeinen und den Kapitalmarkt im Speziellen, konzeptionelle und empirische Forschungslücken bestehen. Das übergeordnete Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, einen Beitrag zum besseren Verständnis der Vertrauensbeziehung zwischen professionellen Investoren und Unternehmen zu leisten. Für diese Konstellation konnte in der Vertrauensforschung ein Mangel an empirisch gesicherten Erkenntnissen festgestellt werden. Basis für den Aufbau einer Vertrauensbeziehung in einer konkreten Situation, also im vorliegenden Fall einer Kaufsituation, sind hierbei die von einem Investor wahrgenommenen Faktoren der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens. Diesen Faktoren kommt somit eine besondere Bedeutung zu, da sie als situative Anreize das (ökonomische) Vertrauen des professionellen Investors determinieren. Daher besteht ein weiteres Ziel der vorliegenden Arbeit darin, zu analysieren, durch welche Determinanten das Vertrauen eines professionellen Investors beeinflusst wird und von welchen Determinanten in diesem Zusammenhang der größte Einfluss auf die situativ zu bildende Vertrauenserwartung ausgeht.

Darauf aufbauend sollen die Konsequenzen des Vertrauens untersucht werden. Hierbei gilt es die Frage zu beantworten, wie die auf Grundlage der Vertrauensdeterminanten gebildete Vertrauenserwartung auf die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors wirkt. Vor diesem Hintergrund ist es auch von Interesse, ob die generelle Vertrauensneigung als personenspezifischer Faktor die situativ gebildete Vertrauenserwartung und somit letztlich auch die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors beeinflusst. Dem Stand der Vertrauensforschung entsprechend ist nicht nur in Bezug auf die generelle Vertrauensneigung von einem positiven Effekt auf die Transaktionsbereitschaft auszugehen. Gleiches sollte sich im Rahmen der empirischen Analyse auch für die übrigen Zusammenhänge bestätigen.<sup>24</sup> Inwiefern sich die bisherigen Erkenntnisse dabei auch auf professionelle Investoren übertragen lassen, ist Gegenstand der vorliegenden Untersuchung.

## 1.2 Aufbau der Untersuchung

Grundsätzlich lässt sich die vorliegende Arbeit in zwei Teile untergliedern, einen theoretischen Teil und einen darauf aufbauenden empirischen bzw. analytischen Teil. Die erste Hälfte der

---

<sup>24</sup> Vgl. hierzu bspw. die Studien von FRINGS, C. (2010) und WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011).

Arbeit dient dabei der Einführung in die Vertrauensthematik. Zudem soll in diesem Teil der Arbeit eine Verbindung zwischen dem theoretischen Konstrukt Vertrauen und der Investitionsentscheidung professioneller Investoren hergestellt werden. Der zweite Teil bezieht sich schließlich auf die Analyse der zuvor entwickelten Vertrauensbeziehung zwischen Investor und Unternehmen. Welche Inhalte die beiden Hälften konkret behandeln, soll im Folgenden erläutert werden.

Um einen Zugang zum Vertrauenskonstrukt zu erhalten, werden in Kapitel 2 zunächst eine Reihe von konzeptionellen Vorüberlegungen angestellt. Da für den Vertrauensbegriff keine einheitliche Definition existiert, ist zunächst eine dem Kontext der vorliegenden Analyse entsprechende Definition von Vertrauen vorzunehmen. Im Zuge dessen wird auch auf Vertrauensmerkmale eingegangen, da diese für die Interpretation von Vertrauen im weiteren Verlauf von Bedeutung sind. Nach einem Überblick über den aktuellen Stand der Vertrauensforschung befasst sich Abschnitt 2.3 mit der Einordnung des Vertrauenskonstrukts in die Neue Institutionenökonomik. In diesem Zusammenhang wird insbesondere die Prinzipal-Agenten-Theorie beleuchtet, da sie die Grundlage für das im vorliegenden Fall betrachtete Vertrauensproblem bildet.

In Kapitel 3 werden die theoretischen Grundlagen des Vertrauenskonstrukts auf eine konkrete Vertrauensbeziehung angewendet, nämlich die Beziehung zwischen einem Investor als Vertrauensgeber und einem Unternehmen als Vertrauensnehmer. Hierfür ist es zu Beginn des Kapitels notwendig, die beiden genannten Parteien zu charakterisieren und den Aktienkauf als eine besondere Form der Vertrauensleistung bzw. Vertrauensinvestition herauszustellen. Warum Vertrauen zwischen den Parteien überhaupt von Bedeutung ist, wird in Abschnitt 3.2 erörtert. Hierbei wird sich nämlich zeigen, dass Vertrauen im Rahmen einer Kaufentscheidungssituation und im Sinne des Rational Choice-Ansatzes ein Mittel zur Reduktion komplexitätsbezogener Unsicherheit darstellen kann. Ob ein Investor dieses Mittel zur Komplexitätsreduktion tatsächlich nutzt, ist Ergebnis eines Entscheidungsprozesses, an dessen Anfang die Bildung einer Vertrauenserwartung steht. Wie in Abschnitt 3.3 dargestellt, bildet die subjektive Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit des Interaktionspartners, die auf kognitiven und emotionalen Faktoren sowie der Extrapolation von Informationen aus vergangenen Ereignissen basiert, die Grundlage der Vertrauenserwartung. Beendet wird der Prozess schließlich mit einer Vertrauenshandlung, die entweder auf einer „echten“ *Trusting Choice* oder einer *Gambling Choice* beruht.

Das folgende Kapitel 4 widmet sich dem Untersuchungsmodell für die vorliegende Arbeit. Darin werden zunächst grundlegende Überlegungen zur Entwicklung eines theoretischen Bezugsrahmens angestellt, bevor auf die für die Beantwortung der aufgeworfenen Forschungsfragen notwendigen Komponenten des Analysemodells eingegangen wird. In diesem Zusammenhang werden auch die der empirischen Untersuchung zugrundeliegenden Forschungshypothesen formuliert. Für einen besseren Überblick über die zu analysierenden Komponenten und Effekte bildet eine zusammenfassende Darstellung des Untersuchungsmodells den Abschluss des Kapitels.

An die Auswahl der zu untersuchenden Determinanten des Vertrauens schließen sich die Grundlagen der empirischen Analyse an (Kapitel 5). Im vorliegenden Fall kommt ein sog. faktorieller Survey zum Einsatz. Dieses Erhebungsinstrument ist sehr gut dazu geeignet, um latente Konstrukte bzw. Einstellungen analysieren zu können. Diese Einstellungen werden im Rahmen eines faktoriellen Surveys mit Hilfe von Vignetten erhoben. Hierbei handelt es sich wiederum um eine aus verschiedenen Faktoren bestehende Situationsbeschreibung, deren Zusammenstellung systematisch variiert werden kann. Diese Aspekte und weitere Überlegungen zum faktoriellen Survey als empirisches Messmodell sind Bestandteil von Abschnitt 5.1. Wie der Survey hingegen zur Analyse des vorliegenden Vertrauensproblems konkret zu konzipieren ist, wird im darauffolgenden Abschnitt erläutert. Es wird sich hierbei zeigen, dass die insgesamt 100 befragten Personen aus dem Asset Management-Bereich jeweils vier Vignetten erhalten haben. Zudem beinhaltet das Kapitel die im Rahmen der vorliegenden Analyse verwendete Methodik zur Messung der generellen Vertrauensneigung.

Die mit Hilfe des faktoriellen Surveys gewonnenen Ergebnisse der empirischen Untersuchung stellt Kapitel 6 vor. Zu Beginn des Kapitels wird auf das verwendete statistische Verfahren eingegangen und der vorliegende Datensatz beschrieben, um die Ergebnisse entsprechend interpretieren zu können. Die eigentliche empirische Analyse umfasst wiederum zwei Teile. Der erste Teil enthält eine aus drei Modellen bestehende Basisanalyse, welche die Mehrebenenstruktur der Daten noch nicht berücksichtigt. Hierdurch lässt sich die Datenstruktur zunächst grundlegend analysieren, bevor im zweiten Teil der empirischen Untersuchung komplexere Mehrebenenmodelle zum Einsatz kommen. Dieser Teil umfasst wiederum drei Modelle, die der Überprüfung der formulierten Forschungshypothesen dienen sollen.

Auf Basis der erzielten Ergebnisse werden in Kapitel 7 mögliche Konsequenzen der Analyse diskutiert. Hierbei wird zunächst auf die methodischen und inhaltlichen Limitationen der Untersuchung eingegangen. In Abhängigkeit der Limitationen und der gewonnenen Ergebnisse

der Analyse werden dann mögliche Implikationen für die berufliche Praxis abgeleitet sowie evtl. Anknüpfungspunkte für zukünftige Forschungsvorhaben vorgestellt. Schließlich fasst Kapitel 8 die Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit in Thesenform zusammen.

## 2 Theoretische Grundlagen

### 2.1 Grundlagen des Vertrauenskonstrukts

#### 2.1.1 Begriffsdefinition und Merkmale des Vertrauens

Aus etymologischer Sicht ist der Begriff „Vertrauen“ auf den in der gotischen Sprache verwendeten Ausdruck „trauan“ zurückzuführen. Der zur Wortgruppe „fest“, „stark“ und „treu“ zugehörige Begriff wird aus dem Präfix „ver“, welches bspw. für „vorwärts“ steht, und dem Verb „trauen“ gebildet. Sich „trauen“ steht hierbei synonym für „glauben“, „hoffen“ oder „sich auf etwas verlassen“.<sup>25</sup> Seit Ende des Mittelalters sind Wörter wie „fertruen“ und „vertruwen“ im deutschsprachigen Raum bekannt. Diese Wörter entsprechen bis heute dem allgemeinen Verständnis des Worts „Vertrauen“.<sup>26</sup>

Vertrauen tritt als „ubiquitäres Phänomen“<sup>27</sup> auf. So wird dem Arzt die Gesundheit, dem Babysitter das Kind oder dem Freund ein Geheimnis anvertraut.<sup>28</sup> Ohne ein bestimmtes Maß an Vertrauen in die Fähigkeiten und Absichten des Gegenübers könnten bereits einfache (zwischenmenschliche) Beziehungen nicht funktionieren.<sup>29</sup> Dies gilt insbesondere auch für den Bereich der Finanzdienstleistungen.<sup>30</sup> Mitte der 1990er Jahre entschloss sich daher ein großes deutsches Bankhaus dazu, mit dem Slogan „Vertrauen ist der Anfang von allem“ um Kunden zu werben. Unklar bleibt hierbei, auf was konkret vertraut werden soll und ob es sich um das Vertrauen des Kunden in die Bank oder das Vertrauen der Bank in ihren Kunden handelt. Deutlich wird jedoch, dass Vertrauen die Kunde-Bank-Beziehung erst initiiert und elementarer Bestandteil für deren Fortbestand ist. Vertrauen fungiert so als grundlegendes Prinzip für den Umgang miteinander und ist Maßstab für das Handeln der beteiligten Akteure.<sup>31</sup>

Am Beispiel des Werbeslogans wird die zentrale Rolle des Vertrauensmechanismus deutlich. Vertrauen ist im Rahmen der Organisation ökonomischer Beziehungen bzw. Austauschprozesse von hoher Relevanz. Diese Relevanz wird sich durch die anhaltende Globalisierung und die damit verbundene Veränderung der Märkte weiter verstärken. Zudem verdeutlicht das Werbebeispiel die Vielschichtigkeit des Vertrauensphänomens auch anhand der unterschiedlichen Bezugsobjekte des Vertrauens.<sup>32</sup>

---

<sup>25</sup> Vgl. KÖBLER, G. (1995), S. 409; STEINMANN, T. (2013), S. 23.

<sup>26</sup> Vgl. MÜLLER, S./WÜNSCHMANN, S. (2004), S. 25.

<sup>27</sup> RIPPERGER, T. (2003), S. 1.

<sup>28</sup> Vgl. PREISENDÖRFER, P. (1995), S. 265; NÖLLKE, M. (2009), S. 21 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 1.

<sup>29</sup> Vgl. SONNENBERG, F. K. (1994), S. 14.

<sup>30</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 225 f.; SUNIKKA, A./PEURA-KAPANEN, L./RAIJAS, A. (2010), S. 70.

<sup>31</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 1.

<sup>32</sup> Vgl. STEYTMANN, G. (2012), S. 60; RIPPERGER, T. (2003), S. 1 f.

Im alltäglichen und nichtwissenschaftlichen Gebrauch steht Vertrauen oftmals für die Qualität persönlicher Beziehungen.<sup>33</sup> Da dieser Fall das Ausmaß beschreibt, in dem Individuen (Vertrauensgeber) anderen Individuen (Vertrauensnehmer) entlang unterschiedlicher Dimensionen der Vertrauenswürdigkeit vertrauen, handelt es sich um interpersonelles Vertrauen.<sup>34</sup> In und zwischen Unternehmen kann sich organisationales Vertrauen entwickeln, wobei mindestens zwei Ebenen zu unterscheiden sind.<sup>35</sup> Das interorganisationale Vertrauen bezieht sich hierbei auf die Zusammenarbeit zwischen Unternehmen.<sup>36</sup> Beim intraorganisationalen Vertrauen werden hingegen die Beziehungen innerhalb eines Unternehmens, also z. B. zwischen Arbeitgebern und Angestellten, analysiert.<sup>37</sup>

Dieser Systematik folgend, lassen sich weiterhin die Bezugsobjekte personales Vertrauen und Systemvertrauen unterscheiden.<sup>38</sup> Das auf persönliche Kontakte zwischen Individuen beruhende Vertrauen wird als personales Vertrauen bezeichnet.<sup>39</sup> Im Gegenteil beschreibt das Systemvertrauen das Vertrauen in ein konkretes gesellschaftliches Prinzip (bspw. die Verfassung) oder ein abstraktes System, wie z. B. eine Währung oder das Internet.<sup>40</sup>

Aufgrund der beschriebenen Relevanz greifen die verschiedensten wissenschaftlichen Disziplinen, wie die Soziologie, die Psychologie oder die Ökonomie, vermehrt das Vertrauenskonstrukt als Forschungsobjekt auf. In der starken Interdisziplinarität liegt jedoch auch das Problem des Forschungsprogramms „Vertrauen“.<sup>41</sup> So hängt die jeweilige Auffassung stark vom Blickwinkel der zugrunde liegenden Disziplin ab, was dazu führt, dass bisher kein allgemeingültiges und einheitliches Verständnis für den Vertrauensbegriff existiert. Dieser Umstand gilt gleichermaßen für den englischsprachigen Raum und den dort verwendeten Begriff „*trust*“.<sup>42</sup>

Häufig erfolgt die Begriffsbestimmung in der wissenschaftlichen Theorie anhand der unterschiedlichen Vertrauensansätze, welche sich bereits seit den Ursprüngen der Vertrauensforschung herausgebildet haben. Hierbei kann, wie in der nachstehenden Abbildung dargestellt,

<sup>33</sup> Vgl. PETERMANN, F. (2013), S. 11.

<sup>34</sup> Vgl. GILBERT, D. U. (2007), S. 63; PIELKEN, A. (2017), S. 44.

<sup>35</sup> Vgl. MCKNIGHT, D. H./CHERVANY, N. L. (2002), S. 42; STEYMAN, G. (2012), S. 60.

<sup>36</sup> Vgl. ZAHEER, A./MCÉVILY, B./PERRONE, V. (1998), S. 142.

<sup>37</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 13; STEYMAN, G. (2012), S. 60 f.

<sup>38</sup> Vgl. SCHWEER, M. K. W. (2012), S. 108.

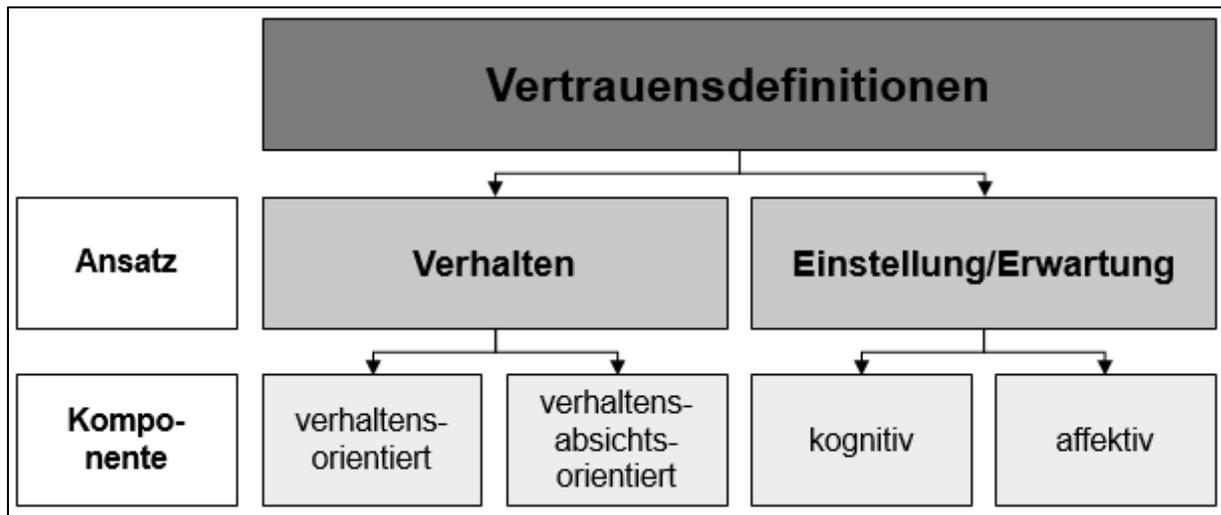
<sup>39</sup> Vgl. GILBERT, D. U. (2007), S. 64.

<sup>40</sup> Vgl. EGGERT, A. (2002), S. 202 f.; EINWILLER, S./HERRMANN, A./INGENHOFF, D. (2005), S. 27; ZUCKER, L. G. (1986), S. 100 f.; STEYMAN, G. (2012), S. 61; LEWICKI, R. J./BUNKER, B. B. (1995), S. 136 f.

<sup>41</sup> Vgl. PETERMANN, F. (2013), S. 5; LUHMANN, N. (2014), S. 125 f.; FUKUYAMA, F. (1996), S. 11 f.; WILLIAMSON, O. E. (1993), S. 453 f.; ROTTER, J. B. (1967), S. 651; SCHWEER, M. K. W. (1997), S. 9; HOSMER, L. T. (1995), S. 379 f.; SITKIN, S. B./ROTH, N. L. (1993), S. 367 f.

<sup>42</sup> Vgl. ARNOTT, D. C. (2007), S. 983.

Vertrauen einerseits über das Verhalten des Vertrauensgebers definiert werden. Andererseits liegen Definitionen vor, welche die Einstellung des Vertrauensgebers herausstellen.<sup>43</sup>



**Abbildung 1: Systematisierung der Definitionen von Vertrauen.<sup>44</sup>**

Die Vertrauensdefinitionen des Verhaltensansatzes lassen sich weiterhin in eine verhaltensorientierte und eine verhaltensabsichtsorientierte Komponente untergliedern. Die Definition von DEUTSCH, der Vertrauen als „[...] action that increases one’s vulnerability to another“<sup>45</sup> beschreibt, kennzeichnet in diesem Zusammenhang den verhaltensorientierten Ansatz. Demgegenüber steht der verhaltensabsichtsorientierte Ansatz und die repräsentative Auffassung von ZAND, der Vertrauen als „the willingness to increase one’s vulnerability to a person whose behavior is beyond one’s control“<sup>46</sup> definiert. Obwohl beiden Verhaltensansätzen gemein ist, dass durch Vertrauen die Verwundbarkeit des Vertrauensgebers steigt, machen die genannten Definitionen von DEUTSCH und ZAND dennoch die grundlegenden Unterschiede zwischen den Ansätzen deutlich. So wird Vertrauen im Rahmen des verhaltensorientierten Ansatzes als konkrete Handlung bzw. Entscheidung verstanden, während Vertrauen beim verhaltensabsichtsorientierten Ansatz bereits durch das Vorhandensein einer Handlungsintention bzw. -bereitschaft initiiert wird.<sup>47</sup> Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Definitionen des Verhaltensansatzes. In

<sup>43</sup> Vgl. hierzu sowie weiterführend MOORMAN, C./ZALTMAN, G./DESHPANDE, R. (1992), S. 315; MOORMAN, C./DESHPANDE, R./ZALTMAN, G. (1993), S. 82; LEWIS, J. D./WEIGERT, A. (1985), S. 975; RIPPERGER, T. (2003), S. 6

<sup>44</sup> Vgl. WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 23; STEINMANN, T. (2013), S. 24.

<sup>45</sup> DEUTSCH, M. (1962), S. 276.

<sup>46</sup> ZAND, D. E. (1972), S. 230.

<sup>47</sup> Vgl. WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 23 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 24 f.

der Fachliteratur werden die Komponenten des Verhaltensansatzes nur in geringem Maße beleuchtet, so dass die entsprechenden Aspekte nicht in die weiteren Ausführungen integriert werden.<sup>48</sup>

<b>Autor</b>	<b>Definition</b>	<b>Komponente</b>
COLEMAN, J. S. (1990)	„An actor makes a unilateral transfer of control over certain resources to another actor.“ <sup>49</sup>	Verhaltensorientierter Ansatz
COOK, J./WALL, T. (1980)	„Trust is the extent to which one is willing to ascribe good intentions to and have confidence in the words and actions of other people.“ <sup>50</sup>	Verhaltensabsichtsorientierter Ansatz
DEUTSCH, M. (1962)	„Trust is an action that increases one's vulnerability to another.“ <sup>51</sup>	Verhaltensorientierter Ansatz
SMITH, J. B./BARCLAY, D. W. (1997)	„Trusting behaviors are actions that reflect a willingness to accept vulnerability in the face of uncertainty.“ <sup>52</sup>	Verhaltensabsichtsorientierter Ansatz
ZAND, D. E. (1972)	„Trust is the willingness to increase one's vulnerability to a person whose behavior is beyond one's control.“ <sup>53</sup>	Verhaltensabsichtsorientierter Ansatz
ZÜNDORF, L. (1987)	„Vertrauen ist freiwillige Übertragung der Kontrolle über Ressourcen, Handlungen oder Ereignisse in Erwartung einer nicht genau im Voraus festgelegten Gegenleistung in einer nicht genau terminierten Zukunft.“ <sup>54</sup>	Verhaltensorientierter Ansatz

**Tabelle 1: Vertrauensdefinitionen des Verhaltensansatzes.**<sup>55</sup>

Von den beschriebenen Verhaltensansätzen sind die in der Vertrauensforschung weit verbreiteten einstellungsorientierten Ansätze abzugrenzen. Die einstellungsorientierten Ansätze bauen auf der Ansicht von ROTTER auf, der Vertrauen als „expectancy held by an individual or a group that the word, promise, verbal or written statement of another individual or group can be relied upon“<sup>56</sup> definiert. Nach ROTTER entwickelt jede Person im Laufe der individuellen sozialen Lerngeschichte ein Gespür für die Verlässlichkeit des Anderen, was zum Aufbau einer generellen Vertrauensdisposition führt. So ist Vertrauen ein erlernbares Verhalten, welches aus wiederholten Erfahrungen mit Personen, die sich als aufrichtig erwiesen haben, resultiert.<sup>57</sup> Diese

<sup>48</sup> Vgl. MÜLLER, S./WÜNSCHMANN, S. (2004), S. 26 f.

<sup>49</sup> COLEMAN, J. S. (1990), S. 91.

<sup>50</sup> COOK, J./WALL, T. (1980), S. 39.

<sup>51</sup> DEUTSCH, M. (1962), S. 276.

<sup>52</sup> SMITH, J. B./BARCLAY, D. W. (1997), S. 6.

<sup>53</sup> ZAND, D. E. (1972), S. 230.

<sup>54</sup> ZÜNDORF, L. (1987), S. 147.

<sup>55</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 25.

<sup>56</sup> ROTTER, J. B. (1967), S. 651.

<sup>57</sup> Vgl. BRUCKNER, B. K. (2016), S. 15.

Erfahrungen, welche sich aus den dauerhaften Bewertungen des Gegenübers entwickeln, prägen letztlich die Einstellungen einer Person.<sup>58</sup> In der Fachliteratur wird neben dem Einstellungs- oftmals auch der Erwartungsbegriff verwendet. Dementsprechend kann auch von einer Vertrauens-erwartung gesprochen werden.<sup>59</sup> Eine Übersicht über besonders relevante Definitionen des einstellungsorientierten Ansatzes zeigt die nachstehende Tabelle.

Autor	Definition
ANDERSON, E./WEITZ, B. (1989)	„Trust is one party's believing that its needs will be fulfilled in the future by actions taken by the other party.“ <sup>60</sup>
ANDERSON, J. C./NARUS, J. A. (1990)	„Trust is the firm's belief that another company will perform actions that will result in positive outcomes for the firm as well as not take unexpected actions that result in negative outcomes for the firm.“ <sup>61</sup>
CROSBY, L. A./EVANS, K. A./COWLES, D. (1990)	„Trust is a confident belief that the salesperson can be relied upon to behave in such a manner that the long-term interest of the customer will be served.“ <sup>62</sup>
DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997)	„Trust is the perceived credibility and benevolence of a target of trust.“ <sup>63</sup>
MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994)	„Trust is when one party has confidence in the exchange partner's reliability and integrity.“ <sup>64</sup>
PLÖTNER, O. (1995)	„Vertrauen ist die Erwartung gegenüber einer Person oder einer Personen- gruppe, dass diese sich hinsichtlich eines bewusst gemachten Ereignisses dem Vertrauenden gegenüber zumindest nicht opportunistisch verhalten hat bzw. verhalten wird.“ <sup>65</sup>
SCHURR, P. H./OZANNE, J. L. (1985)	„Trust is the belief that a party's word or promise is reliable and that a party will fulfill his/her obligations in an exchange relationship.“ <sup>66</sup>
SHARMA, N./PATTERSON, P. G. (2000)	„Trust is a feeling or belief on the part of a buyer that a seller will fulfill the promises made during an exchange transaction.“ <sup>67</sup>
SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002)	„We define consumer trust as the expectations held by the consumer that the service provider is dependable and can be relied on to deliver on its promi- ses.“ <sup>68</sup>

**Tabelle 2: Vertrauensdefinitionen des einstellungsorientierten Ansatzes.<sup>69</sup>**

Anhand der Ursprünge des erlernten Verhaltens kann Vertrauen im Sinne des einstellungsori- entierten Ansatzes weiter in eine kognitive und eine affektive bzw. emotionale Komponente

<sup>58</sup> Vgl. HOYER, W. D./MACINNIS, D. J./PIETERS, R. (2013), S. 129 f.

<sup>59</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 26.

<sup>60</sup> ANDERSON, E./WEITZ, B. (1989), S. 312.

<sup>61</sup> ANDERSON, J. C./NARUS, J. A. (1990), S. 45.

<sup>62</sup> CROSBY, L. A./EVANS, K. A./COWLES, D. (1990), S. 70.

<sup>63</sup> DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 36.

<sup>64</sup> MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994), S. 23.

<sup>65</sup> PLÖTNER, O. (1995), S. 36.

<sup>66</sup> SCHURR, P. H./OZANNE, J. L. (1985), S. 940.

<sup>67</sup> SHARMA, N./PATTERSON, P. G. (2000), S. 473.

<sup>68</sup> SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 17.

<sup>69</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 26 f.

aufgeteilt werden. Die kognitive Vertrauensbildung beruht hierbei auf der rationalen Einschätzung der Leistungsfähigkeit und -bereitschaft des Vertrauensnehmers. Im Gegensatz dazu sind für die affektive Vertrauensbildung Emotionen und die damit verbundene gefühlsmäßige Einschätzung des Vertrauensnehmers ausschlaggebend.<sup>70</sup>

Weiterhin existieren hybride Vertrauensdefinitionen, welche sowohl Bestandteile der verhaltensorientierten als auch einstellungsorientierten Ansätze in sich vereinen. Charakteristisch für die auf MOORMAN/ZALTMAN/DESHPANDE zurückzuführenden hybriden Vertrauensdefinitionen ist, dass die Vertrauenswürdigkeit des Vertrauensnehmers und die Bereitschaft des Vertrauensgebers, sich auf den Transaktionspartner zu verlassen, gleichermaßen für die Existenz von Vertrauen gegeben sein muss.<sup>71</sup> Eine Übersicht über bedeutende hybride Vertrauensdefinitionen zeigt die nachfolgende Tabelle.

Autor	Definition
MOORMAN, C./ZALTMAN, G./DESHPANDE, R. (1992)	„Trust is defined as a willingness to rely on an exchange partner in whom one has confidence.“ <sup>72</sup>
MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995)	„Trust is the willingness of a party to be vulnerable to the actions of another party based on the expectation that the other will perform a particular action important to the trustor, irrespective of the ability to monitor or control that other party.“ <sup>73</sup>

**Tabelle 3: Hybride Vertrauensdefinitionen.**<sup>74</sup>

Der Verhaltensansatz wird, wie oben beschrieben, von der Fachliteratur nur wenig aufgegriffen und ist insgesamt umstritten. So sehen bspw. MORGAN/HUNT die Integration des Verhaltens bzw. der Verhaltensbereitschaft in das Vertrauenskonstrukt kritisch. Nach ihrer Auffassung ist die Verhaltensbereitschaft ein dem Vertrauen nachgelagertes Element, welches separat zu untersuchen ist. Die Bereitschaft sich auf einen Vertrauensnehmer zu verlassen ist bereits Bestandteil der vertrauensvollen Einstellung bzw. Erwartung des Vertrauensgebers. Dementspre-

<sup>70</sup> Vgl. JEFFRIES, F. L./REED, R. (2000), S. 875; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 24 f. Zudem wird in der Literatur auf eine konative Vertrauenskomponente verwiesen. Vgl. hierzu NAROWSKI, C. (1974), S. 168. In der Fachliteratur wird diese Komponente allerdings sehr kritisch gesehen (vgl. stellvertretend SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 16 f.), so dass eine nähere Betrachtung in der vorliegenden Arbeit entfällt.

<sup>71</sup> Vgl. MOORMAN, C./DESHPANDE, R./ZALTMAN, G. (1993), S. 82; MOORMAN, C./ZALTMAN, G./DESHPANDE, R. (1992), S. 315; GANESAN, S. (1994), S. 3.

<sup>72</sup> MOORMAN, C./ZALTMAN, G./DESHPANDE, R. (1992), S. 315.

<sup>73</sup> MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 712.

<sup>74</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 28.

chend kommt es aus Sicht der relevanten Vertrauensliteratur bei der Befolgung des Verhaltensansatzes zu einer Redundanz innerhalb der Vertrauensdefinition.<sup>75</sup> Somit folgt die vorliegende Arbeit dem einstellungsorientierten Ansatz.

Durch den dargelegten Systematisierungsansatz für die bekanntesten Vertrauensdefinitionen können Merkmale identifiziert werden, die wesentlich für das Vertrauenskonstrukt sind. Eine Zusammenfassung dieser Merkmale zeigt die nachfolgende Tabelle. Hierbei sollen die identifizierten Merkmale einerseits zu einem besseren Verständnis des Vertrauenskonstrukts beitragen. Andererseits soll der dieser Arbeit zugrundeliegende Vertrauensbegriff anhand der genannten Merkmale abgeleitet werden.

<b>Vertrauensmerkmal</b>	<b>Interpretation</b>
<b>Freiwilligkeit</b>	Vertrauensgeber und Vertrauensnehmer haben freie Wahl bzgl. ihrer Handlungsalternativen. Der Vertrauensgeber kann ohne Zwang zwischen der Strategie des Vertrauens oder des Misstrauens wählen. Gleichmaßen kann sich der Vertrauensnehmer entscheiden, ob er das entgegengebrachte Vertrauen honorieren oder enttäuschen möchte. <sup>76</sup>
<b>Riskante Vorleistung/ Verletzbarkeit</b>	Durch die Überlassung von Ressourcen begründet der Vertrauensgeber ein einseitiges Abhängigkeitsverhältnis, welches der Vertrauensnehmer zu seinen Gunsten ausnutzen kann. So begibt sich der Vertrauensgeber in eine Position der Verletzbarkeit. <sup>77</sup>
<b>Fehlende Kontrolle</b>	Der Vertrauensgeber verzichtet auf explizite Sicherungsmaßnahmen und hat nur begrenzte Möglichkeiten, die Handlungen des Vertrauensnehmers zu kontrollieren. <sup>78</sup>
<b>Erwartung und Handlung</b>	Vertrauen basiert auf einer positiven Erwartungshaltung des Vertrauensgebers. Diese Erwartungshaltung führt zu einer Vertrauensentscheidung, die sich letztlich in einer Vertrauenshandlung widerspiegelt. <sup>79</sup>
<b>Zeitbezug</b>	Vertrauen baut auf Erfahrungen, die der Vertrauensgeber mit Personen oder Organisationen in der Vergangenheit gemacht hat, auf. Zudem hat Vertrauen eine Zukunftsorientierung, da die Konsequenzen des entgegengebrachten Vertrauens für den Vertrauensgeber in der Zukunft liegen. Es klafft eine zeitliche Lücke zwischen der Handlung des Vertrauensgebers und der Vertrauensbestätigung oder -versagung. <sup>80</sup>

**Tabelle 4: Merkmale des Vertrauens.<sup>81</sup>**

<sup>75</sup> Vgl. GRUND, M. A. (1998), S. 103 f.; MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994), S. 24; SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 17; DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 36; STEINMANN, T. (2013), S. 28.

<sup>76</sup> Vgl. SCHOTTLAENDER, R. (1957), S. 21; COLEMAN, J. S. (1990), S. 98; RIPPERGER, T. (2003), S. 45.

<sup>77</sup> Vgl. ALBACH, H. (1991), S. 4; RIPPERGER, T. (2003), S. 85; ZAND, D. E. (1972), S. 230.

<sup>78</sup> Vgl. PELZMANN, L. (2005), S. 218 f.; ZAND, D. E. (1972), S. 230; RIPPERGER, T. (2003), S. 45.

<sup>79</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 43 f.; LUHMANN, N. (2014), S. 28.

<sup>80</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 23; COLEMAN, J. S. (1990), S. 98; KENNING, P. (2002), S. 12; SIMMEL, G. (1983), S. 263.

<sup>81</sup> Vgl. SCHOEN, M. (2013), S. 32 f.; KENNING, P. (2002), S. 11 f.; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 26.

Vor dem Hintergrund der vorangegangenen Analyse und der Zusammenfassung der Wesensmerkmale des Vertrauens ergibt sich für die vorliegende Arbeit folgende Vertrauensdefinition:

Das Vertrauen des Investors beim Aktienkauf (Vertrauenshandlung) drückt sich in der Bereitschaft aus, sich ohne besondere Sicherungsmaßnahmen auf ein Unternehmen und dessen wahrgenommene Merkmale zu verlassen, obwohl daraus negative Konsequenzen für den Investor entstehen können (Vertrauenserwartung).

Auf Basis von Erfahrungen sowie kognitiven und emotionalen Prozessen kann der Investor bzw. das Vertrauenssubjekt einschätzen, ob das Vertrauensobjekt vertrauenswürdig ist.<sup>82</sup> Der Erfahrungsbegriff ist in diesem Zusammenhang weit gefasst. So beziehen sich die Erfahrungen des Investors nicht nur auf die unmittelbar zurückliegenden Situationen, sondern vor allem auch auf diejenigen Erfahrungen, die weit in die Vergangenheit zurückreichen.<sup>83</sup> Folglich sind auch Entscheidungen, die auf der Vertrauensdisposition bzw. -neigung des Vertrauenssubjekts beruhen, grundsätzlich auf generalisierte Erfahrungen zurückzuführen. Die Einschätzung, ob sich der Vertrauensnehmer zuträglich verhalten wird, hängt somit einerseits von der Vertrauensdisposition des Vertrauensgebers, also von der positiven Grundhaltung gegenüber Dingen, ab. Andererseits ist die Einschätzung von „der direkten (eigenen) oder indirekten (durch Dritte) Evaluierung der Vertrauenswürdigkeit“<sup>84</sup> abhängig. Im Moment der Vertrauenshandlung begibt sich der Vertrauende in den Wirkungsbereich des Vertrauensobjekts. Er gibt wesentlich einen Teil der Einflussmöglichkeiten auf die zukünftigen Entwicklungen auf und ist in dieser passiven Rolle möglichen Schädigungen ausgesetzt.<sup>85</sup>

### 2.1.2 Vertrauensverständnis relevanter Wissenschaftsdisziplinen

Die Fülle der im vorhergehenden Abschnitt dargestellten Definitionen ist darauf zurückzuführen, dass die jeweiligen Beiträge und ihre Autoren den verschiedensten Forschungsdisziplinen entstammen. Dementsprechend ist wissenschaftliche Literatur zum Phänomen des Vertrauens in vielen Disziplinen zu finden. Die Erkenntnisse, die auf diese Weise zusammengetragen werden können, sind zunächst wenig homogen und gewähren jeweils einen speziellen Einblick in

---

<sup>82</sup> Im Rahmen einer Austauschbeziehung wird derjenige Transaktionspartner als Vertrauenssubjekt bezeichnet, der dem anderen Transaktionspartner (dem Vertrauensobjekt) in einer bestimmten Situation Vertrauen schenkt. Vgl. hierzu RABE, C. (2005), S. 75 f.

<sup>83</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1971), S. 444 f. Nach ROTTER ist Vertrauen als eine relativ konstante und seit der Kindheit gewachsene Persönlichkeitsvariable zu verstehen.

<sup>84</sup> FLADNITZER, M. (2006), S. 14.

<sup>85</sup> Vgl. FLADNITZER, M. (2006), S. 14 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 28 f.

das Wesen des Vertrauens.<sup>86</sup> Somit ist es für die weitergehende Analyse sinnvoll, die jeweiligen Grundideen bzw. Gedankengerüste des Vertrauenskonstrukts zu systematisieren. Diese Systematisierung erfolgt anhand der Forschungsdisziplinen, für die das Vertrauensphänomen besonders relevant ist und in deren Kontext die jeweiligen Ansätze entstanden sind.<sup>87</sup>

### Soziologische Sichtweise

Vertrauen und dessen Funktion ist vor allem soziologisch geprägt, da Vertrauen überhaupt erst durch soziale Beziehungen erforderlich wird. Allerdings ist nicht nur die Funktion des Vertrauens, sondern auch die Vertrauensbasis soziologisch geprägt.<sup>88</sup> So wird Vertrauen in der Soziologie als Phänomen der sozialen und kulturellen Strukturen betrachtet und steht damit im Gegensatz zur Sozialpsychologie.<sup>89</sup> Ist Vertrauen nämlich als soziale Realität innerhalb einer Gruppe vorhanden, ist unweigerlich auch interpersonelles Vertrauen gegeben.<sup>90</sup> Diese Vertrauensart kann jedoch nicht auf die individuelle Psyche eines Menschen reduziert werden.<sup>91</sup>

Basis für Vertrauen sind die gemeinsamen Werte und Normen einer Gesellschaft, die das Verhalten ihrer Mitglieder prägen. Hierbei kann das Verhalten innerhalb einer Gesellschaft einerseits durch tief verwurzelte Werte, wie z. B. religiöse Werte, geprägt werden. Andererseits beeinflussen Normen im Berufsleben oder Normen des Benehmens das Verhalten der Mitglieder einer Gesellschaft.<sup>92</sup> Oftmals wird Vertrauen vor diesem Hintergrund auch als Ergebnis einer sozialen Ordnung gesehen.<sup>93</sup> Die soziale Integration war in der nichtmodernen Gesellschaft eine bedeutende Ressource für Vertrauen, da sowohl Vertrauenssubjekte als auch -objekte der gleichen sozialen Gruppe angehörten – nur (persönlich) Vertrautem wurde auch Vertrauen geschenkt. In Folge der Entpersonalisierung der Gesellschaft hat sich jedoch das Vertrauensobjekt gewandelt, so dass nunmehr insbesondere das Systemvertrauen Gegenstand der soziologischen Betrachtung ist.<sup>94</sup>

---

<sup>86</sup> Vgl. DONEY, P. M./CANNON, J. P./MULLEN, M. R. (1998), S. 603; FLADNITZER, M. (2006), S. 15; NEUMAIER, M. (2010), S. 18.

<sup>87</sup> Vgl. NEUMAIER, M. (2010), S. 19.

<sup>88</sup> Vgl. LEWIS, J. D./WEIGERT, A. (1985), S. 969.

<sup>89</sup> Vgl. BARBER, B. (1983), S. 5.

<sup>90</sup> Für eine Definition des interpersonellen Vertrauens vgl. Abschnitt 2.1.1 in diesem Kapitel.

<sup>91</sup> Vgl. LEWIS, J. D./WEIGERT, A. (1985), S. 976.

<sup>92</sup> Vgl. FUKUYAMA, F. (1996), S. 26; FLADNITZER, M. (2006), S. 15 f.

<sup>93</sup> Vgl. ROUSSEAU, D. M./SITKIN, S. B./BURT, R. S./CAMERER, C. (1998), S. 397.

<sup>94</sup> Vgl. STRASSER, H./VOSWINKEL, S. (1997), S. 220 f. Für eine erste Definition des Begriffs Systemvertrauen vgl. Abschnitt 2.1.1 in diesem Kapitel.

## Psychologische Sichtweise

In der Psychologie gibt es im Wesentlichen zwei Forschungsströme, die Anhänger der Persönlichkeitstheorie und die Anhänger der Verhaltenspsychologie. Im Rahmen der Persönlichkeitspsychologie wird Vertrauen als ein Konstrukt konzeptualisiert, das Menschen bis zu einem gewissen Grad entwickeln können.<sup>95</sup> Als bekanntester Vertreter dieser Strömung gilt ROTTER, der eine Skala zur Messung des interpersonellen Vertrauens, die *Interpersonal Trust Scale (ITS)*, entwickelt hat.<sup>96</sup> Die Beiträge von ROTTER basieren auf der Theorie des sozialen Lernens (*Social Learning Theory*), welche dem Wahlverhalten (*Choice Behavior*) in speziellen Situationen die Erwartungen, die mit einer Entscheidung verbunden sind, zugrunde legt.<sup>97</sup>

Der verhaltenspsychologische Bereich beschäftigt sich mit der Erforschung des Vertrauenskonstruktes im Laborumfeld und dem hiermit verbundenen vertrauensbasierten Verhalten im Gefangenendilemma.<sup>98</sup> Mit dem im Gefangenendilemma möglichen kooperativen Verhalten wird Vertrauen gleichgesetzt. Zudem wird in diesem Zusammenhang der Einfluss situativer Variablen auf das kooperative Verhalten der Beteiligten untersucht. Dass die Merkmale einer Situation z. B. das interpersonelle Vertrauen beeinflussen können, konnte auch aus psychologischer Sicht belegt werden, obwohl ROTTER beim Vertrauenskonstrukt von einer relativ stabilen Persönlichkeitseigenschaft ausgeht.<sup>99</sup> Weiterhin wird Vertrauen von bestimmten psychologischen Theorien als Einzelaspekt verstanden. Konsens dieser Theorien ist, dass kognitive und emotionale Prozesse eines Individuums Basis für das Vertrauenskonstrukt sind.<sup>100</sup>

<sup>95</sup> Vgl. LEWIS, J. D./WEIGERT, A. (1985), S. 975.

<sup>96</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1967), S. 653 f.; ROTTER, J. B. (1971), S. 447; ROTTER, J. B. (1980), S. 4; KOLLER, M. (1997), S. 15 f.

<sup>97</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1967), S. 652 f.

<sup>98</sup> Vgl. DEUTSCH, M. (1958), S. 269 f.; LEWIS, J. D./WEIGERT, A. (1985), S. 975. Das Gefangenendilemma beschreibt eine Entscheidungssituation in der zwei Spieler jeweils zwischen zwei Handlungsoptionen wählen können, einer Wettbewerbs- oder einer Kooperationsstrategie. Die Spieler wählen ihre Strategie unabhängig voneinander und kennen die mit der jeweiligen Strategie erzielbaren Erträge. Wählen z. B. beide Spieler die Wettbewerbsstrategie, kommt es zu einer Bestrafung in Form einer geringeren Auszahlung. Einen mittleren Ertrag erhalten die Spieler, wenn sie beide die Kooperationsstrategie verfolgen. Wählt nur einer der beiden Spieler die Wettbewerbsstrategie erhält dieser den Höchstbetrag. Somit dominiert die Wettbewerbsstrategie unter den Spielern, was aus einer gesellschaftlichen Gesamtperspektive nicht zu einem pareto-optimalen Ergebnis führt. Einen weiterführenden Einblick in die Thematik geben bspw. KLAUS, E. (2002) und HUBER, F. (1999).

<sup>99</sup> Vgl. BRUCKNER, B. K. (2016), S. 15; PETERMANN, F. (2013), S. 69.

<sup>100</sup> Vgl. FLADNITZER, M. (2006), S. 16 f. Zu diesen Theorien zählen: Erwartungs x Wert-Modell von DEUTSCH, M. (1973), Soziales Lernen von ROTTER, J. B. (1981), Attributionstheoretische Ansätze u. a. von KELLEY, H. H. (1971) und STRICKLAND, L. H. (1958), Funktionalistischer Ansatz von LUHMANN, N. (2014), Dissonanztheorie u. a. von FESTINGER, L. (1970) und KOLLER, M. (1988) sowie Stufenmodelle von Partnerbeziehungen von REMPEL, J. K./HOLMES, J. G./ZANNA, M. P. (1985).

## Ökonomische Sichtweise

In Bezug auf die Vertrauens-thematik greift die Ökonomie sowohl theoretisch als auch methodisch auf Erkenntnisse aus anderen Forschungszweigen zurück. Diese Erkenntnisse werden auf wirtschaftliche Sachverhalte übertragen, um auf mögliche Implikationen für die Ökonomie schließen zu können. In diesem Zusammenhang sind vor allem die wirtschaftlichen Vorteile, welche sich durch das Vorhandensein von Vertrauen ergeben, von Interesse. Hierbei wird z. B. untersucht, welchen Einfluss Vertrauen im Rahmen des Kaufprozesses (Kundenvertrauen) hat und wie Vertrauen innerhalb oder zwischen kooperierenden Unternehmen wirkt.

Vertrauen wird in der Ökonomie vor allem aus dem Blickwinkel der rationalen Entscheidung und der Institutionentheorie betrachtet.<sup>101</sup> Dementsprechend findet das Vertrauensphänomen in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur insbesondere in einem Teilbereich der Neuen Institutionenökonomik, der Transaktionskostentheorie, sowie der Spieltheorie große Beachtung.<sup>102</sup> Anhand des letztgenannten Erklärungsansatzes, der Spieltheorie, wird der oben beschriebene Rückgriff auf die Erkenntnisse anderer Forschungsdisziplinen deutlich, da Vertrauen sowohl im Rahmen der Verhaltenspsychologie als auch in der Ökonomie ein Mittel darstellt, welches der Überwindung des Gefangenendilemmas dient.<sup>103</sup>

Vertrauen stellt aus spieltheoretischer Perspektive eine riskante Vorleistung dar, die durch unvollständige Informationen hervorgerufen wird und den Vertrauenden in eine angreifbare Position bringt.<sup>104</sup> In derartigen Situationen kommt es oftmals zu dem Problem, dass es für die eine Partei dennoch vorteilhaft wäre zu vertrauen, wobei die andere Partei das entgegengebrachte Vertrauen im Sinne des Eigennutzens enttäuschen bzw. missbrauchen könnte. Die Wiederholung von Interaktionen kann dem Vertrauensgeber jedoch bei der Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit des Vertrauensnehmers helfen. Erwidert der Vertrauensnehmer das entgegengebrachte Vertrauen, kann dieser seine Reputation entsprechend erhöhen. Kommt es hingegen zu einem Vertrauensmissbrauch so kann der Vertrauensgeber das Vertrauen seinerseits missbrauchen oder zurückhalten.<sup>105</sup>

Aus dem Blickwinkel der Transaktionskostentheorie ist Vertrauen ein wirksames Mittel zur Reduktion von Transaktionskosten, was sich sowohl für den Vertrauensgeber als auch für den

---

<sup>101</sup> Vgl. ROUSSEAU, D. M./SITKIN, S. B./BURT, R. S./CAMERER, C. (1998), S. 393; FLADNITZER, M. (2006), S. 17.

<sup>102</sup> Vgl. BARTELT, A. (2002), S. 107 f.; FLADNITZER, M. (2006), S. 17; LICHARZ, E.-M. (2002), S. 87 f.

<sup>103</sup> Vgl. KURY, M. (2014), S. 17; NITZL, C. (2012), S. 32; FLADNITZER, M. (2006), S. 17.

<sup>104</sup> Vgl. JAMES, H. S. (2002), S. 293 f.

<sup>105</sup> Vgl. BUSKENS, V. (1998), S. 266; FLADNITZER, M. (2006), S. 18.

Vertrauensnehmer positiv auswirkt.<sup>106</sup> In Folge seines Vertrauens wird nämlich der Vertrauensgeber ein geringeres Bedürfnis verspüren Informationsasymmetrien abzubauen und sich auf die kostenintensive Suche nach weiteren Informationen über den Vertrauensnehmer zu begeben. Zudem wird er es nicht für notwendig erachten, sich bspw. gegen mögliche negative Kaufolgen abzusichern. Auf der anderen Seite bietet sich auch für den Vertrauensnehmer die Möglichkeit zur Kostenreduktion, da er dem Vertrauensgeber bzw. dem vertrauenden Kunden weniger Informationen anbieten muss.<sup>107</sup> Somit kann Vertrauen – vor allem bei neuen Unternehmensformen – einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil begründen.<sup>108</sup>

Trotz seiner hohen Bedeutung wird das Vertrauensphänomen im wirtschaftswissenschaftlichen Kontext erst in den letzten Jahrzehnten näher untersucht.<sup>109</sup> Die meisten wissenschaftlichen Beiträge folgern hierbei, dass Vertrauen für nahezu alle wirtschaftlichen Beziehungen von Vorteil ist und zudem eine Form von Sozialkapital darstellt.<sup>110</sup> Entsprechend von den einzelnen Akteuren gefördert, erhöht Vertrauen die Bereitschaft zur riskanten Vorleistung, was letztlich zu gegenseitigen Kooperationsgewinnen und geringeren Transaktionskosten führt.<sup>111</sup>

### 2.1.3 Abgrenzung zu verwandten Konstrukten

Die vorhergehenden Ausführungen haben gezeigt, dass das Vertrauenskonstrukt unterschiedlich definiert und aus verschiedenen Blickwinkeln betrachtet werden kann, was eine Präzisierung des Vertrauensbegriffs erschwert. Hinzu kommen die häufige Verwendung des Vertrauensbegriffs im alltäglichen Sprachgebrauch und die damit einhergehende Pauschalisierung. Für eine wissenschaftliche Analyse ist allerdings eine exakte Begriffsbestimmung notwendig, so

<sup>106</sup> Vgl. MATTHES, A. (2007), S. 33; GUTH, G. (2003), S. 100 f.; LORBEER, A. (2003), S. 34.

<sup>107</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 41; HEGNER, S. (2012), S. 77; FRAMBACH, H. (2003), S. 236.

<sup>108</sup> Vgl. PICOT, A./REICHWALD, R./WIGAND, R. T. (2003), S. 124.

<sup>109</sup> Vgl. FLADNITZER, M. (2006), S. 18.

<sup>110</sup> Vgl. WICKS, A. C./BERMAN, S. L./JONES, T. M. (1999), S. 99; DONEY, P. M./CANNON, J. P./MULLEN, M. R. (1998), S. 601. Als Sozialkapital wird oftmals eine Ressource von Personen, Unternehmen, Organisationen oder Gesellschaften verstanden, die auf Basis von persönlichen Beziehungen, Normen, Vertrauen oder Werten, welche innerhalb einer Bezugsgruppe vorliegen, eine erfolgreiche Realisierung von ökonomischen Transaktionen sicherstellt. Damit bezieht sich der Begriff einerseits auf alle Faktoren, welche in einer Gruppe Vertrauen stiften und opportunistisches Verhalten eindämmen. Andererseits bezieht sich der Begriff auf alle formalen Institutionen einer Gesellschaft, die Erwartungssicherheit und Sanktionsmechanismen gewährleisten. Dementsprechend liegt der Begriff an der Schnittstelle zwischen Soziologie, Politologie und Wirtschaftswissenschaft. Vgl. hierzu weiterführend HERRMANN-PILLATH, C./LIES, J. J. (2001) und TURNER, J. H. (2000).

<sup>111</sup> Vgl. JONES, T. M. (1995), S. 414; SMITH, K. G./CARROLL, S. J./ASHFORD, S. J. (1995), S. 15; MATTHES, A. (2007), S. 33.

dass im Folgenden eine Abgrenzung zu den synonym verwendeten Begriffen bzw. Konstrukten „Glauben“, „Hoffnung“, „Zuversicht“ und „Zutrauen“ erfolgt.<sup>112</sup>

## **Glaube**

Im umgangssprachlichen Gebrauch stehen sich die Begriffe „Vertrauen“ und „Glaube“ besonders nahe, da sie abwechselnd verwendet werden. Dies ist vermutlich auf den Umstand zurückzuführen, dass sich ein Akteur bei der Verwendung der beiden Begrifflichkeiten seines fehlenden Wissens bewusst ist.<sup>113</sup> Dennoch gibt es trotz dieser Ähnlichkeit einen wichtigen Unterschied zwischen den beiden Konstrukten, da der am Glauben festhaltende Akteur die Existenz negativer Folgen, die mit der Wahl einer Handlungsalternative verbunden sein können, ausblendet.<sup>114</sup> Die auf diese Weise aufgehobenen Zweifel stärken das Bewusstsein, dass alles, was kommt, (göttlich) vorherbestimmt ist und somit angenommen werden muss. So lässt sich der Unterschied zwischen den beiden Konstrukten nach DEUTSCH wie folgt zusammenfassen: „Glaube ist eher blind als Vertrauen; Vertrauen ist weniger sicher als Glaube“<sup>115, 116</sup>

## **Zuversicht**

Zuversicht stellt eine generelle Reaktion auf die omnipräsenten Unsicherheiten des alltäglichen Lebens dar. Im Gegensatz dazu ist Vertrauen eine mögliche Reaktion auf eine spezifische Risikosituation, was die objektive Möglichkeit und das subjektive Bewusstsein eines potentiellen Schadens voraussetzt.<sup>117</sup> So befindet sich ein Akteur bspw. in einer Vertrauenssituation, wenn er sich der Möglichkeit eines Schadens bewusst ist und aufgrund dessen erwägt einer Situation zu entgehen. Zieht der Akteur hingegen keine Handlungsalternativen in Betracht, befindet er sich in einer Situation der Zuversicht. Folglich kann sich eine Situation der Zuversicht in eine

---

<sup>112</sup> Vgl. WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 26 f.; FLADNITZER, M. (2006), S. 19; STEINMANN, T. (2013), S. 21.

<sup>113</sup> Vgl. STRASSER, H./VOSWINKEL, S. (1997), S. 218; DEUTSCH, M. (1976), S. 138.

<sup>114</sup> Vgl. HARDIN, R. (1991), S. 192 f.; DEUTSCH, M. (1976), S. 138.

<sup>115</sup> DEUTSCH, M. (1976), S. 138.

<sup>116</sup> Vgl. STRASSER, H./VOSWINKEL, S. (1997), S. 218.

<sup>117</sup> Nahezu alle Entscheidungen eines Akteurs sind Entscheidungen unter Unsicherheit, da das Ergebnis von Einflussfaktoren bzw. Umweltzuständen abhängt, deren Eintreten nicht sicher vorhergesagt werden kann. Vgl. hierzu GLEIBNER, W. (2017), S. 37. Unsicherheit kann grundsätzlich in die Elemente Risiko und Ungewissheit gegliedert werden. Von einer Risikosituation wird gesprochen, wenn ein Akteur die Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten möglicher, für das Investitionsergebnis relevanter Umweltzustände kennt. Dagegen handelt es sich um eine Entscheidung unter Ungewissheit, wenn einem Akteur keine Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten relevanter Umweltzustände zur Verfügung stehen. Vgl. zu den genannten Begriffen BECKER, H. P./PEPPMEIER, A. (2018), S. 103 f.

Situation des Vertrauens wandeln, wenn sie als riskant wahrgenommen wird und die Möglichkeiten ihrer Vermeidung ins Kalkül gezogen werden. Zuversicht beschreibt somit die generelle Einstellung eines Akteurs bei Ungewissheit und nicht die Beurteilung von Handlungsalternativen.<sup>118</sup>

### **Hoffnung**

Die Konstrukte Hoffnung und Vertrauen sind ebenfalls in Risikosituationen relevant. Allerdings können die Konstrukte anhand der zugrundeliegenden Risikoarten unterschieden werden. Hoffnung bezieht sich auf Entscheidungssituationen, die mit nicht beeinflussbaren Risiken (exogene Risiken) verbunden sind. Im Gegensatz dazu bezieht sich Vertrauen auf Situationen, in welchen das eingegangene Risiko vom Verhalten eines anderen Akteurs abhängig ist (endogene Risiken).<sup>119</sup> Somit ergeben sich auch Unterschiede in Bezug auf das Verhalten eines Akteurs. So wird ein Akteur in einer Situation der Hoffnung deutlich passiver und abwartender handeln, da er die Risiken nicht beeinflussen kann und keine Handlungsalternativen zur Verfügung stehen. In einer Situation des Vertrauens kann ein Akteur das Ausmaß der Risiken hingegen durch sein Verhalten beeinflussen, so dass er aktiv und zielgerichtet handeln wird.<sup>120</sup>

### **Zutrauen**

Ähnlich wie das zuvor beschriebene Vertrauenskonstrukt, stellt auch Zutrauen eine Reaktion auf endogene Risiken dar. Zudem bestehen zwischen den beiden Begriffen „Zutrauen“ und „Vertrauen“ große inhaltliche Überschneidungen.<sup>121</sup> Im Unterschied zum Vertrauen, was auf der bloßen Absicht des Gegenübers zur Erbringung einer Leistung fußt, bezieht sich Zutrauen jedoch darauf, ob man einem Akteur die grundsätzliche Fähigkeit bzw. Kompetenz zur Erbringung einer bestimmten Leistung zuschreibt. Zwar ist die Leistungserbringung auch im Falle des

---

<sup>118</sup> Vgl. WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 27 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 37.

<sup>119</sup> Vgl. PIELKEN, A. (2017), S. 30; RIPPERGER, T. (2003), S. 37 f.

<sup>120</sup> Vgl. BLOMQUIST, K. (1997), S. 279; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 28; STEINMANN, T. (2013), S. 21 f.

<sup>121</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 22; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 28.

Zutrauens nicht sicher, das damit verbundene Risiko ist für den Vertrauenden allerdings hinnehmbar.<sup>122</sup> Somit ist Zutrauen in die Fähigkeit eines anderen eine notwendige Bedingung, damit sich Vertrauen zwischen Akteuren entwickeln kann, hinreichend für die Vertrauensentstehung ist es aber nicht.<sup>123</sup>

#### 2.1.4 Vertrauen und Misstrauen

Die Konstrukte Vertrauen und Misstrauen stehen zwar in Verbindung zueinander, sind aber dennoch nicht einfach zwei Seiten derselben Medaille.<sup>124</sup> Deshalb ist es für die weitere Analyse sinnvoll, auch diese beiden Begriffe voneinander abzugrenzen.

Zunächst lässt sich feststellen, dass ein geringes Maß an Misstrauen nicht automatisch ein hohes Maß an Vertrauen impliziert und umgekehrt.<sup>125</sup> Diese eindimensionale Betrachtung ist nur möglich, wenn Vertrauen nach ROTTER als generalisierte Persönlichkeitsvariable verstanden wird, die auf Basis der individuell gesammelten Erfahrungen zwischen Akteuren variieren kann.<sup>126</sup> So würden bspw. überwiegend positive Erfahrungen mit der Einlösung von Versprechen zu entsprechend positiven generalisierten Erwartungen eines Akteurs führen, was letztlich ein hohes Vertrauensniveau und ein geringes generelles Misstrauensniveau bewirkt.<sup>127</sup>

Vertrauen bezieht sich auf die Erwartung eines Akteurs, dass ein bestimmter Sachverhalt eintritt. Im Gegensatz dazu betrifft Misstrauen einen Sachverhalt, dessen Eintreten von einem Akteur befürchtet wird.<sup>128</sup> Durch die Wahl der Strategie des Misstrauens schützt sich ein Akteur vor den befürchteten negativen Folgen und setzt sich auf diese Weise nicht der Verletzbarkeit durch sein Gegenüber aus.<sup>129</sup> Das misstrauende Verhalten des Akteurs erhöht dessen Aufmerksamkeit für opportunistische Motive und Aktionen.<sup>130</sup> Allerdings kann sich ein häufig zu stark misstrauisches Verhalten bzw. unbegründetes Misstrauen langfristig negativ auf den Akteur

---

<sup>122</sup> Vgl. GILBERT, D. U. (2007), S. 73; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 28; SOMMERLATTE, T./FALLOU, J.-L. (2012), S. 5 f.

<sup>123</sup> Vgl. GILBERT, D. U. (2007), S. 73; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 28.

<sup>124</sup> Vgl. LINDENBERG, S. (2000), S. 12; FLADNITZER, M. (2006), S. 23.

<sup>125</sup> Vgl. LEWICKI, R. J./MCALLISTER, D. J./BIES, R. J. (1998), S. 446.

<sup>126</sup> Der Begriff der generalisierten Persönlichkeitsvariable wird in Abschnitt 2.1.1 näher beleuchtet.

<sup>127</sup> Vgl. LORBEER, A. (2003), S. 97 f.; FLADNITZER, M. (2006), S. 23; ROTTER, J. B. (1980), S. 3 f.; LICHARZ, E.-M. (2002), S. 42.

<sup>128</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 22; LEWICKI, R. J./MCALLISTER, D. J./BIES, R. J. (1998), S. 439 f.

<sup>129</sup> Vgl. DE LAAT, P. (1997), S. 162; FLADNITZER, M. (2006), S. 24; STEINMANN, T. (2013), S. 22 f.

<sup>130</sup> Vgl. SHAW, R. B. (1997), S. 15.

auswirken, wenn es eine Grundhaltung schafft, die bspw. von Verunsicherung oder Angst geprägt ist.<sup>131</sup> Neben unbegründetem Misstrauen kann im Gegensatz auch blindes Vertrauen negative Konsequenzen für einen Akteur hervorrufen, so dass ein pauschales Mehr an Vertrauen in dieser Situationen nicht zwangsläufig zielführend ist.<sup>132</sup>

Grundsätzlich handelt es sich damit bei Vertrauen um eine Situation, in der sich ein Vertrauensgeber gegenüber einem Vertrauensnehmer wissentlich in eine angreifbare Position begibt. Dementsprechend liegt Misstrauen vor, wenn sich ein Vertrauensgeber auf Basis kognitiv verarbeiteter Informationen über den Vertrauensnehmer absichtlich nicht in eine verwundbare Position begibt.<sup>133</sup> Zudem ist die Fähigkeit zu Misstrauen eine Voraussetzung dafür, um überhaupt Vertrauen zu können.<sup>134</sup>

## 2.2 Stand der Vertrauensforschung

### 2.2.1 Einordnung des Vertrauenskonstrukts in die Betriebswirtschaftslehre

Im heutigen wirtschaftlichen Umfeld spielt Vertrauen eine immer größere Rolle unter den Wirtschaftssubjekten. Dementsprechend wird Vertrauen nicht nur als „das vielleicht wichtigste Schmiermittel der Wirtschaft“<sup>135</sup> bezeichnet, sondern auch als eine Voraussetzung für unternehmerischen Erfolg angesehen.<sup>136</sup> Dass Vertrauen eine derart wichtige Rolle für Unternehmen und Märkte spielt, hat nicht zuletzt die US-Subprime-Krise ab 2007 gezeigt. Hierbei führte eine zunehmende Anzahl von Kreditausfällen auf dem US-Subprime-Markt zu einer Vertrauenskrise unter den Banken. Spätestens ab Herbst 2008 hatte sich die Krise auch auf Europa ausgeweitet, so dass im Interbankenmarkt kaum noch Kredite vergeben wurden.<sup>137</sup> Erst durch das Eingreifen der Notenbanken konnte die Krise eingedämmt und vermehrt verlorenes Vertrauen zurückgewonnen werden.<sup>138</sup>

Das Beispiel der Kredit- bzw. Finanzkrise macht die Relevanz des Vertrauensphänomens für finanzwirtschaftliche Zusammenhänge deutlich. Dementsprechend ist das Vertrauenskonstrukt

<sup>131</sup> Vgl. SCHNEIDER, H. (1992), S. 27; KRYSZEK, U. (1999), S. 270 f.

<sup>132</sup> Vgl. KEE, H. W./KNOX, R. E. (1970), S. 358; FLADNITZER, M. (2006), S. 24.

<sup>133</sup> Vgl. MCKNIGHT, H./KACMAR, C./CHOUDHURY, V. (2002), S. 1 f.; FLADNITZER, M. (2006), S. 24 f.

<sup>134</sup> Vgl. STRASSER, H./VOSWINKEL, S. (1997), S. 218.

<sup>135</sup> BEIMS, M. (2017).

<sup>136</sup> Vgl. SCHUSTER, H./HASTENTEUFEL, J. (2017), S. 170 f.; BEIMS, M. (2017); WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 43.

<sup>137</sup> Vgl. DAXHAMMER, R. J./FACSAR, M. (2017b), S. 117 f.

<sup>138</sup> Vgl. EUSTERMANN, P. (2010), S. 23 f.; DAXHAMMER, R. J./FACSAR, M. (2017b), S. 121 f.

häufig Gegenstand finanzwirtschaftlicher Untersuchungen.<sup>139</sup> Aufgrund seiner hohen ökonomischen Relevanz wird das Vertrauensphänomen allerdings auch von anderen Bereichen der Betriebswirtschaftslehre analysiert.<sup>140</sup> Somit erscheint eine Einordnung des Vertrauenskonstrukts in die Betriebswirtschaftslehre sinnvoll.

Vertrauen gilt als ein wesentlicher Bestandteil von Geschäftsbeziehungen.<sup>141</sup> Folglich wird das Vertrauenskonstrukt vor allem im Marketing untersucht.<sup>142</sup> Hierbei wird die Bedeutung des Vertrauens für Kundenbeziehungen oftmals anhand von empirischen Untersuchungen analysiert.<sup>143</sup> Ein zunehmendes Interesse am Vertrauensphänomen zeigt aber auch der Bereich der Organisationswissenschaften.<sup>144</sup> In diesem Zusammenhang werden intra- und interorganisationale Beziehungen in Unternehmen beleuchtet.<sup>145</sup> Der intraorganisationale Blickwinkel richtet sich auf Vertrauensbeziehungen innerhalb von Unternehmen, wie z. B. die Zusammenarbeit zwischen Mitarbeitern und Management. Hierbei konnte nachgewiesen werden, dass Vertrauen insbesondere für virtuelle Unternehmen einen großen Wert hat, da es individuelles Handeln in besonderem Maße organisiert und somit ein grundlegendes Organisationsprinzip darstellt.<sup>146</sup> Die interorganisationale Vertrauensforschung konzentriert sich dagegen auf die Beziehungen zwischen mindestens zwei Unternehmen, wobei Vertrauen als Koordinationsmechanismus verstanden wird.<sup>147</sup>

Weiterhin wird Vertrauen im Kontext der Unternehmensführung bzw. der Ausgestaltung von Corporate-Governance-Systemen erforscht. Grundsätzlich versteht man unter dem Begriff *Corporate Governance* eine auf die langfristige Wertschöpfung ausgerichtete gute Unternehmensleitung und -überwachung. Entscheidend für die Ausgestaltung derartiger Systeme ist, dass sie allgemein akzeptierten Grundsätzen folgen und somit transparent sind. Ist dies der Fall, können die Kapitalgeber und andere Interessengruppen die Qualität der *Corporate Governance* eines Unternehmens systematisch bewerten. Fällt die Bewertung entsprechend positiv aus, so ist es

---

<sup>139</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 104; FERBER, M. (2004), S. 166 f.; SCHOEN, M. (2013), S. 104; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 98 f.

<sup>140</sup> Vgl. PLÖTNER, O. (1995), S. 54; SPÄTH, J. F. (2008), S. 107 f.

<sup>141</sup> Vgl. PLÖTNER, O. (1995), S. 35; STEINMANN, T. (2013), S. 30.

<sup>142</sup> Vgl. KENNING, P./BLUT, M. (2006), S. 4 f.; WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 44.

<sup>143</sup> Vgl. GARBARINO, E./JOHNSON, M. S. (1999), S. 75 f.; SMITH, J. B./BARCLAY, D. W. (1997), S. 7.

<sup>144</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 30.

<sup>145</sup> Zu den Begriffen intra- und interorganisational Vertrauen vgl. Abschnitt 2.1.1.

<sup>146</sup> Vgl. ZIMMERMANN, F. (2003), S. 3; SEIFERT, M. (2001), S. 465; STRUTTON, D./PELTON, L. E./LUMPKIN, J. R. (1993), S. 11 f.; FLAHERTY, K. K./PAPPAS, J. M. (2000), S. 276 f.

<sup>147</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 3; DAS, T. K./TENG, B.-S. (2002), S. 734.

einem Unternehmen in der Folge möglich, das Vertrauen seiner verschiedenen Stakeholder zu gewinnen.<sup>148</sup>

Verstärkte Aufmerksamkeit erfährt das Vertrauenskonstrukt auch im Bereich der Logistik. In diesem Zusammenhang wird insbesondere die Wirkung von Vertrauen auf die Beziehungen innerhalb einer Lieferkette (*Supply Chain*) untersucht. Hierbei wird Vertrauen als ein bedeutender Faktor für die gegenseitige Verpflichtung (*Commitment*) der an einer Lieferkette beteiligten Parteien angesehen. So führt das durch Vertrauen erzeugte *Commitment* letztlich zu einer höheren Produktivität innerhalb der Lieferkette. Fehlendes Vertrauen führt hingegen dazu, dass jede Transaktion in einer Lieferkette einem separaten Prüfungsprozess unterzogen werden muss, was bspw. zu einer geringeren Effizienz führt.<sup>149</sup>

Auch die Controllingforschung hat das Vertrauensphänomen aufgegriffen und konzeptionell sowie empirisch weiterentwickelt. Hierbei wird Vertrauen vor allem dann „als wesentlicher Faktor des Controllings“<sup>150</sup> angesehen, wenn unter Controlling die unterstützende, erfolgsorientierte Steuerung von Führungssystemen verstanden wird. So wird eine optimale Steuerungsleistung des Controllings gewährleistet, wenn Vertrauen im Controller-Manager-Verhältnis vorhanden ist.<sup>151</sup> Dies führt letztlich auch zum Abbau von Fremd- und dem Aufbau von Eigenkontrollen im Unternehmen.<sup>152</sup>

Im Hinblick auf die beschriebene Präsenz des Vertrauenskonstrukts in den einzelnen Bereichen der Betriebswirtschaftslehre ist es erstaunlich, dass Vertrauen erst seit den 1990er Jahren Gegenstand ökonomischer Untersuchungen ist. Zuvor hat es die Ökonomie lange Zeit nicht vermocht, das Vertrauensphänomen in ihr theoretisches Konstrukt aufzunehmen. Dieser Umstand ist wahrscheinlich auf das Modell des Homo Oeconomicus als Analysekonstrukt der Neoklassik zurückzuführen.<sup>153</sup> Nach diesem Verständnis benötigt der vollkommen rational handelnde Homo Oeconomicus kein Vertrauen, da für ihn „alle Partner gleich – und gleich gute Optimierungsmaschinen“<sup>154</sup> sind. Erst seit der Aufnahme der begrenzten Rationalität in das ökonomische Paradigma benötigt der Akteur Vertrauen im Rahmen seiner Entscheidungsfindung.<sup>155</sup>

---

<sup>148</sup> Vgl. BECKER, H. P./PEPPMEIER, A. (2018), S. 6 f.; FARBER, D. B. (2005), S. 540 f.

<sup>149</sup> Vgl. MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994), S. 22; KWON, I.-W. G./SUH, T. (2004), S. 4 f.; HANDFIELD, R. B./BECHTEL, C. (2002), S. 375.

<sup>150</sup> BRÜHL, R./HORCH, N./ORTH, M. (2009), S. 97.

<sup>151</sup> Vgl. BRÜHL, R. (2016), S. 33; BRÜHL, R./HORCH, N./ORTH, M. (2009), S. 97.

<sup>152</sup> Vgl. BRÜHL, R./HORCH, N./ORTH, M. (2009), S. 103.

<sup>153</sup> Vgl. WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. C. (2018), S. 45.

<sup>154</sup> ALBACH, H. (1980), S. 3.

<sup>155</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 41.

Dass Akteure nur begrenzt rational Handeln, zeigte u. a. die im Jahr 2008 beginnende Finanzkrise. Dementsprechend ist die Anzahl der wissenschaftlichen Untersuchungen, die sich mit dem Vertrauensphänomen beschäftigen, seit diesem Zeitpunkt stark angestiegen.<sup>156</sup>

## 2.2.2 Determinanten und Konsequenzen des Vertrauens

Eine Reihe von wissenschaftlichen Publikationen hat die Vertrauensforschung seit den 1990er Jahren stark beeinflusst.<sup>157</sup> Eine nähere Analyse dieser Ansätze zur Konzeptualisierung und Messung von Vertrauen zeigt jedoch, dass ein hohes Maß an Heterogenität in der Vertrauensforschung besteht, was einen unmittelbaren Vergleich der Studien oftmals erschwert. Dies ist häufig auf das Erkenntnisinteresse der analysierten Studien zurückzuführen, welches nicht immer in der Entwicklung einer universell anwendbaren Methode zur Messung von Vertrauen besteht. Vielmehr steht die Analyse der Determinanten und Konsequenzen des Vertrauens in spezifischen (Austausch-)Situationen mit variierenden Interaktionspartnern im Vordergrund. Dieser Spezifität des Vertrauenskonstrukts folgend, wäre nach KENNING/BLUT auch das „Vertrauen in eine Bank [...] anders zu konzeptualisieren als Vertrauen in einen Textilhändler“<sup>158</sup>. Dementsprechend sind in der Literatur zahlreiche Konzepte zu finden, welche das Konstrukt Vertrauen auf unterschiedliche Art und Weise operationalisieren.<sup>159</sup>

Es ist dabei vom Erkenntnisinteresse der jeweiligen Studie abhängig, ob die Position des Vertrauenssubjekts oder -objekts entweder von einer Person oder einem Unternehmen bekleidet wird.<sup>160</sup> In der vorliegenden Arbeit soll der Einfluss der wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens auf eine Person bzw. einen potentiellen Investor im Zuge eines Aktienkaufs analysiert werden. Dementsprechend handelt es sich beim Investor um das Vertrauenssubjekt und beim Unternehmen, dessen Aktie möglicherweise gekauft wird, um das Vertrauensobjekt. Im Rahmen dieser Arbeit findet insofern keine exakt nach Vertrauensobjektkategorien differenzierte Analyse statt, da vor allem allgemeingültige Zusammenhänge und Wirkprinzipien dargestellt werden sollen.<sup>161</sup>

---

<sup>156</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 31.

<sup>157</sup> Vgl. DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997); GANESAN, S. (1994); MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995); MOORMAN, C./DESPANDÉ, R./ZALTMAN, G. (1993); MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994).

<sup>158</sup> KENNING, P./BLUT, M. (2006), S. 4.

<sup>159</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 75.

<sup>160</sup> Vgl. FLADNITZER, M. (2006), S. 167; NEUMANN, M. M. (2007), S. 75.

<sup>161</sup> Vgl. PLÖTNER, O. (1995), S. 37.

Um diese Zusammenhänge und Wirkprinzipien herausarbeiten zu können, ist zunächst eine Analyse von Determinanten und Konsequenzen des Vertrauens notwendig, welche in bisherigen Forschungsarbeiten im Kontext wirtschaftlicher Austauschbeziehungen beleuchtet wurden. Im weiteren Verlauf werden diese Determinanten und Konsequenzen des Vertrauens auf den Kapitalmarkt und die Vertrauensbeziehung zwischen professionellem Investor und börsennotiertem Unternehmen übertragen.

Die Übertragung des interpersonellen Vertrauensverständnisses auf komplexe Vertrauensobjekte wird in der Literatur teilweise kontrovers diskutiert. Die Erweiterung des Akteursbegriffs führt jedoch dazu, dass nicht nur die Handlungen und Entscheidungen natürlicher Personen, sondern auch die Handlungen und Entscheidungen kollektiver sowie korporativer Akteure erfasst werden können. Auf diese Weise ist es letztlich auch Unternehmen möglich die Rolle des Vertrauensnehmers zu bekleiden. Zudem ist festzuhalten, dass kollektiven und korporativen Akteuren bzw. Unternehmen durchaus Vertrauen oder Misstrauen entgegengebracht werden kann, „da sich der Vertrauensgeber genau wie gegenüber einer natürlichen Person auch in derartigen Beziehungen verletzbar macht“<sup>162</sup>.<sup>163</sup> So schafft die gewählte Vorgehensweise die Voraussetzungen dafür, dass die Entstehung und Wirkung von Vertrauen in einer spezifischen Situation analysiert werden kann.<sup>164</sup>

Die nachstehend aufgeführten Forschungsbeiträge behandeln oftmals sowohl Determinanten als auch Konsequenzen des Vertrauens. Daher werden bestimmte Studien nicht nur im Zuge der Analyse der Vertrauensdeterminanten genannt, sondern auch bei der Untersuchung der Vertrauenskonsequenzen aufgeführt.

### **Determinanten des Vertrauens in wirtschaftlichen Austauschbeziehungen**

Wie in Abschnitt 2.1.1 beschrieben, hat Vertrauen eine kognitive und eine affektive bzw. emotionale Komponente. Dementsprechend können auch die Determinanten des Vertrauens anhand der genannten Komponenten gegliedert werden. Die nachfolgende Analyse enthält zunächst kognitive Vertrauensdeterminanten. Im Anschluss werden dann emotionale Vertrauensdeterminanten dargestellt.

---

<sup>162</sup> WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 65.

<sup>163</sup> Vgl. FICHTNER, T. (2003), S. 195; MÖLLERING, G./SYDOW, J. (2006), S. 68; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 65.

<sup>164</sup> Vgl. MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 711.

Grundsätzlich stellen viele wissenschaftliche Beiträge fest, dass das kognitive Vertrauen durch mehrere Determinanten beeinflusst werden kann. Als Beispiel hierfür dient die Studie von DONEY/CANNON. Die Autoren bestimmen fünf kognitive Prozesse, die zur Entwicklung von Vertrauen zwischen Industrieunternehmen und Zulieferern führen.<sup>165</sup> Auch JOHNSON/GRAYSON nennen in ihrer Untersuchung fünf kognitive Komponenten, welche das Vertrauen in den Finanzdienstleister erhöhen. Hierzu zählt das Fachwissen des Dienstleisters (*Expertise*), die generelle Service-Qualität (*Product Performance*), die Unternehmensreputation (*Firm Reputation*) und die Zufriedenheit mit bisherigen Leistungen (*Satisfaction with Previous Interactions*).<sup>166</sup>

In einer Vielzahl von Untersuchungen wird Kompetenz als eine Determinante des Vertrauens betrachtet.<sup>167</sup> Der Kompetenz wird hierbei ein zentraler Einfluss auf die Vertrauensbildung eines Vertrauensgebers zugeschrieben, da das Konstrukt eng mit der wahrgenommenen Leistungsfähigkeit eines Vertrauensnehmers verknüpft ist. So wird Kompetenz als Grundvoraussetzung zur Leistungserfüllung durch den Vertrauensnehmer angesehen.<sup>168</sup> SIRDESHMUKH/SINGH/SABOL operationalisieren Kompetenz im Rahmen ihrer Studie u. a. für das Management eines Unternehmens der Luftfahrtindustrie und nehmen hierbei eine operative Sichtweise ein. In diesem Zusammenhang verstehen die Autoren unter Kompetenz Maßnahmen des Managements, die vom Kunden direkt als solche wahrgenommen und zudem positiv bewertet werden.<sup>169</sup>

Sofern die Kenntnisse eines Vertrauensnehmers für die Untersuchung des Vertrauenskonstrukts von Interesse sind, wird die Kompetenz als Fachwissen (*Expertise*) operationalisiert.<sup>170</sup> So gehen bspw. MOORMAN/DESHPANDE/ZALTMAN in ihrer Studie der Frage nach, welchen Einfluss das Fachwissen auf die Vertrauensbeziehung zwischen Marktforschungsdienstleistern und Werbetreibenden hat. Im Ergebnis stellen die Autoren fest, dass das Fachwissen eine bedeutende Grundlage für das Vertrauen zwischen den genannten Parteien darstellt.<sup>171</sup> Die Relevanz des Fachwissens als kognitive Vertrauensdeterminante wird nicht zuletzt auch durch die Studie von WHITE bestätigt. WHITE bezieht ihre empirische Untersuchung auf die Wertpapieranlage

---

<sup>165</sup> Vgl. DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 35.

<sup>166</sup> Vgl. JOHNSON, D./GRAYSON, K. (2005), S. 502.

<sup>167</sup> Vgl. hierzu SWAN, J. E./TRAWICK, I. F./RINK, D. R./ROBERTS, J. J. (1988); SINGH, J./SIRDESHMUKH, D. (2000); SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002).

<sup>168</sup> Vgl. LORBEER, A. (2003), S. 103.

<sup>169</sup> Vgl. SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 17 f.

<sup>170</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 33; RABE, C. (2005), S. 94 f.

<sup>171</sup> Vgl. MOORMAN, C./DESHPANDE, R./ZALTMAN, G. (1993), S. 91 f.

und stellt fest, dass das Anlegervertrauen durch das Fachwissen eines Experten als Empfehlungsgeber beeinflusst wird.<sup>172</sup>

Ebenso wie das Fachwissen, steht auch die Fähigkeit (*Ability*) als kognitive Determinante des Vertrauens in einem engen Verhältnis zum beschriebenen Kompetenzkonstrukt. Dementsprechend bezieht sich die Fähigkeitsdeterminante auf „die Wahrnehmung des Vertrauensgebers hinsichtlich der Kompetenz und der Kenntnisse des Vertrauensobjekts“<sup>173</sup>.<sup>174</sup> Durch diese Wahrnehmung ist es dem Vertrauensgeber letztlich möglich zu beurteilen, ob das Vertrauensobjekt bzw. der Vertrauensnehmer die notwendigen Fähigkeiten besitzt, um z. B. die ihm übertragenen Aufgaben zu erfüllen.<sup>175</sup> Bestätigt wird die positive Wirkung der Fähigkeit auf das Vertrauen im organisationalen Kontext u. a. durch den bedeutenden Beitrag von MAYER/DAVIS/SCHOORMAN.<sup>176</sup>

Eine weitere kognitive Determinante des Vertrauens ist die Glaubwürdigkeit (*Credibility*). Als Vertrauensdeterminante stellt Glaubwürdigkeit die Absicht und Fähigkeit eines Vertrauensobjekts dar, ein gegenüber einem Vertrauenssubjekt gegebenes Versprechen bzgl. einer bestimmten Leistung einzuhalten. Die Glaubwürdigkeit ist somit ein wichtiger Indikator, um das mögliche Verhalten eines Vertrauensobjekts einschätzen zu können.<sup>177</sup> GANESAN konnte im Rahmen seiner empirischen Untersuchung feststellen, dass sich ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit langfristig positiv auf die Vertrauensbeziehung zwischen Käufern und Verkäufern auswirkt.<sup>178</sup> Oftmals wird die Glaubwürdigkeitsdeterminante auch mit Hilfe der Reputation eines Vertrauensobjekts analysiert. Hierbei konnten verschiedene empirische Untersuchungen einen positiven Zusammenhang zwischen der Reputation eines Vertrauensobjekts und dessen Glaubwürdigkeit feststellen.<sup>179</sup>

Im Rahmen der kognitiven Determinanten des Vertrauens ist schließlich die Kommunikation (*Communication*) zu nennen. ANDERSON/NARUS stellen im Rahmen ihrer Studie fest, dass ein funktionierender Austausch relevanter und zeitkritischer Informationen das Vertrauen zwischen Herstellern und Händlern positiv beeinflusst.<sup>180</sup>

---

<sup>172</sup> Vgl. WHITE, T. B. (2005), S. 143 f.

<sup>173</sup> STEINMANN, T. (2013), S. 33 f.

<sup>174</sup> Vgl. BHATTACHERJEE, A. (2002), S. 217 f.

<sup>175</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 69.

<sup>176</sup> Vgl. MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 717 f.

<sup>177</sup> Vgl. GANESAN, S. (1994), S. 12; GANESAN, S./HESS, R. (1997), S. 440.

<sup>178</sup> Vgl. GANESAN, S. (1994), S. 9 f.

<sup>179</sup> Vgl. DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 38; ANDERSON, E./WEITZ, B. (1989), S. 318 f.

<sup>180</sup> Vgl. ANDERSON, J. C./NARUS, J. A. (1990), S. 55.

Die emotionale Komponente des Vertrauenskonstrukts wird im Wesentlichen durch drei Determinanten operationalisiert. In diesem Zusammenhang ist zunächst die Determinante Wohlwollen (*Benevolence*) anzuführen.<sup>181</sup> Grundsätzlich wird Wohlwollen durch den Umstand charakterisiert, dass sich ein Vertrauensobjekt uneigennützig gegenüber einem Vertrauenssubjekt verhält. Hierbei wird Wohlwollen sowohl für die Analyse interpersonaler als auch interorganisationaler Vertrauensbeziehungen eingesetzt und dient als Maßstab zur Beurteilung, wie stark sich ein Vertrauensnehmer um das Wohlbefinden eines Vertrauensnehmers kümmert.<sup>182</sup> Die Motivation des Vertrauensobjekts reicht jedoch nach SIRDESHMUKH/SINGH/SABOL nicht aus, um ein wohlwollendes Verhalten attestieren zu können. Vielmehr muss der Vertrauensnehmer auch Handlungen durchführen, die für den Vertrauensgeber einen erkennbar wohlwollenden Charakter aufweisen.<sup>183</sup>

Die Integrität (*Integrity*) ist eine weitere Determinante, um die emotionale Komponente des Vertrauenskonstrukts analysieren zu können. BHATTACHERJEE definiert Integrität als die Befolgung von Grundsätzen und Regeln durch das Vertrauenssubjekt. Für die Beurteilung der Integrität eines Vertrauensobjekts ist nach BHATTACHERJEE jedoch nicht nur der Zeitraum vor einer Transaktion vertrauensrelevant. Auch der Zeitraum nach einer Transaktion kann für das Vertrauenssubjekt von Bedeutung sein, da möglicherweise weitere Transaktionen mit dem Vertrauensobjekt durchgeführt werden.<sup>184</sup> Wie auch beim Wohlwollen, wird die Integrität sowohl für interpersonale als auch interorganisationale Vertrauensbeziehungen operationalisiert.<sup>185</sup> Dass die Integrität einen hohen Einfluss auf das Vertrauen hat, wird z. B. durch die zuvor beschriebene Studie von MOORMAN/DESHPANDE/ZALTMAN aus dem Bereich der Marktforschungsdienstleistungen bestätigt.<sup>186</sup>

Schließlich ist die Problemlösungsbereitschaft (*Problem-Solving Orientation*) als emotionale Vertrauensdeterminante zu nennen. Die Autoren SIRDESHMUKH/SINGH/SABOL verstehen darunter die Bewertung des Vertrauensgebers im Hinblick auf die Bereitschaft des Vertrauensnehmers Probleme zu antizipieren und zu lösen. Auch im Falle der Problemlösungsbereitschaft wird der Zeitraum vor und nach einer vertrauensrelevanten Transaktion betrachtet.<sup>187</sup>

---

<sup>181</sup> Vgl. hierzu stellvertretend AIKEN, K. D./BOUSH, D. M. (2006); SINGH, J./SIRDESHMUKH, D. (2000).

<sup>182</sup> Vgl. OSTERLOH, M./WEIBEL, A. (2006), S. 59 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 35.

<sup>183</sup> Vgl. SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 18.

<sup>184</sup> Vgl. BHATTACHERJEE, A. (2002), S. 219.

<sup>185</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 35 f.

<sup>186</sup> Vgl. MOORMAN, C./DESHPANDE, R./ZALTMAN, G. (1993), S. 92.

<sup>187</sup> Vgl. SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 18 f.

### **Konsequenzen des Vertrauens in wirtschaftlichen Austauschbeziehungen**

Die zuvor beschriebenen Einflussfaktoren auf das Vertrauen haben gezeigt, dass es sich beim Vertrauenskonstrukt um ein sehr vielschichtiges Phänomen handelt. Dies wird auch durch die im Folgenden dargestellten Konsequenzen des Vertrauens unterstrichen. Hierbei ist zunächst die Kundenloyalität als Konsequenz des Vertrauens anzuführen.<sup>188</sup>

Grundsätzlich hat die Betrachtung der Kundenloyalität im Rahmen der Marketingforschung in den vergangenen Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen.<sup>189</sup> Durch die enge Verknüpfung von Marketing- und Vertrauensforschung, haben sich in der Folge auch zahlreiche Beiträge mit dem Zusammenspiel von Vertrauen und Loyalität beschäftigt, wobei jeweils ein positiver Zusammenhang zwischen den Konstrukten festgestellt werden konnte.<sup>190</sup> Als Beispiel hierfür ist die empirische Untersuchung von SIRDESHMUKH/SINGH/SABOL zu nennen. Die Analyse zeigte, dass die Loyalität sowohl für interpersonale als auch für interorganisationale Vertrauensbeziehungen als eine Konsequenz des Vertrauens zwischen Vertrauenssubjekt und Vertrauensobjekt angesehen werden kann.<sup>191</sup>

Weiterhin wurden die Konsequenzen des Vertrauens von DONEY/CANNON analysiert. Der Studie liegt die Annahme zugrunde, dass ein glaubwürdig und wohlwollend agierendes Unternehmen eher als vertrauenswürdig eingeschätzt wird und in Folge dessen eine größere Chance hat, dauerhaft als Zulieferer ausgewählt zu werden. Im Ergebnis reichte diese Einschätzung alleine zwar nicht für die Wahl zum Zulieferer aus, jedoch galt sie als Bedingung für die Aufnahme in den Kandidatenkreis. Die Studie zeigte somit, dass Vertrauen eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für die (Kauf-)Entscheidung ist.<sup>192</sup>

Die Frage, ob Vertrauen die Kaufabsicht eines Vertrauensgebers beeinflusst, wurde u. a. von JOHNSON/GRAYSON untersucht. Die positive Wirkung des Vertrauens auf die Absicht eines Vertrauensgebers, eine Dienstleistung bzw. ein Produkt zu kaufen, konnte hierbei von den Autoren bestätigt werden. Darüber hinaus konnten JOHNSON/GRAYSON auch eine positive Wirkung des kognitiven und emotionalen Vertrauens für in der Zukunft liegende Transaktionen

---

<sup>188</sup> Vgl. SO, K. K. F./KING, C./SPARKS, B. A./WANG, Y. (2015), S. 72 f.; SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 27 f.

<sup>189</sup> Vgl. KOOT, C. (2005), S. 1 f.

<sup>190</sup> Vgl. hierzu stellvertretend ANDERSON, R. E./SRINIVASAN, S. S. (2003), S. 130 f.; CHIOU, J.-S./DROGE, C./HANVANICH, S. (2016), S. 121; HARRIS, L. C./GOODE, M. M. H. (2004), S. 141 f.

<sup>191</sup> Vgl. SIRDESHMUKH, D./SINGH, J./SABOL, B. (2002), S. 33.

<sup>192</sup> Vgl. DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 46.

feststellen.<sup>193</sup> Demnach kann Vertrauen als eine langfristig lohnende Investition in die Kundenbeziehung gesehen werden.<sup>194</sup>

Im Rahmen ihrer Untersuchung nehmen ANDERSON/NARUS an, dass Vertrauen zu einer besseren Zusammenarbeit (*Cooperation*) und zu einem konstruktiveren Umgang mit Konflikten (*Functionality of Conflict*) zwischen Unternehmen führt. Unter Kooperation verstehen ANDERSON/NARUS hierbei eine abgestimmte Vorgehensweise zwischen Unternehmen, die in einem Abhängigkeitsverhältnis stehen und eine gemeinsame Zielerreichung anstreben.<sup>195</sup> Wie auch im Rahmen der Untersuchung von DWYER/SCHURR/OH konnten die Autoren die angenommenen Wirkzusammenhänge bestätigen.<sup>196</sup> Unterstützt werden diese Ergebnisse auch von MORGAN/HUNT, die die Vertrauensbeziehung zwischen Einzelhändler und Kunde analysierten.<sup>197</sup>

Neben der Zusammenarbeit und dem konstruktiven Umgang mit Konflikten, untersuchten MORGAN/HUNT auch den Einfluss von Vertrauen auf die Entscheidungsunsicherheit (*Decision-Making Uncertainty*) eines Akteurs.<sup>198</sup> Die Unsicherheit im Entscheidungsprozess beschreibt, in welchem Umfang ein Akteur über ausreichende Informationen verfügt, die Auswirkungen seiner Entscheidung absehen kann und der getroffenen Entscheidung letztlich vertraut.<sup>199</sup> Hierbei nehmen die Autoren an, dass die Entscheidungsunsicherheit eines Akteurs verringert wird, wenn dieser sein Gegenüber als vertrauenswürdig einstuft.<sup>200</sup>

Die vorgestellten Beiträge machen deutlich, dass Vertrauen ein sehr heterogenes Forschungsfeld ist. Dementsprechend wird es je nach Art der Fragestellung unterschiedlich operationalisiert und konzeptualisiert.<sup>201</sup> Der Grund hierfür ist in der Komplexität des Vertrauenskonstrukts zu sehen. Zum einen stellen schwer messbare subjektive Prozesse die Basis für die Entwicklung von Vertrauen dar. Zum anderen ist auch die dynamische Komponente von Vertrauen zu berücksichtigen, da ein Akteur die Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit des Gegenübers im Zeitverlauf anpassen kann, wenn sich die Vertrauensbeziehung ändert. Die Vielfalt an Beiträgen innerhalb der Vertrauensforschung ist daher gut nachvollziehbar.<sup>202</sup> So liegt nicht zuletzt

---

<sup>193</sup> Vgl. JOHNSON, D./GRAYSON, K. (2005), S. 505. Für die Kaufabsicht und die langfristige Orientierung vgl. auch GANESAN, S. (1994), S. 10 f.

<sup>194</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 37; DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 46.

<sup>195</sup> Vgl. ANDERSON, J. C./NARUS, J. A. (1990), S. 45.

<sup>196</sup> Vgl. ANDERSON, J. C./NARUS, J. A. (1990), S. 49 f.; DWYER, F. R./SCHURR, P. H./OH, S. (1987), S. 23 f.

<sup>197</sup> Vgl. MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994), S. 29 f.

<sup>198</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 38; MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994), S. 26.

<sup>199</sup> Vgl. ACHROL, R. S./STERN, L. W. (1988), S. 37.

<sup>200</sup> Vgl. MORGAN, R. M./HUNT, S. D. (1994), S. 26.

<sup>201</sup> Vgl. PARKHE, A./MILLER, S. R. (2000), S. 11; PLÖTNER, O. (1995), S. 35; LORBEER, A. (2003), S. 10; NEUMANN, M. M. (2007), S. 8.

<sup>202</sup> Vgl. TYLER, K./STANLEY, E. (2007), S. 336.

auch für STEINMANN die besondere Stärke der Vertrauensforschung in der hohen Bandbreite von Ergebnissen und Untersuchungen.<sup>203</sup>

### 2.2.3 Investitionsentscheidungen als Untersuchungsgegenstand

Der vorhergehende Abschnitt zeigt, dass Vertrauen jeweils in Abhängigkeit der Fragestellung zu untersuchen ist.<sup>204</sup> Dies gilt selbstverständlich auch für die vorliegende Untersuchung und die Beantwortung der Frage, wie Vertrauen im Rahmen der Investitionsentscheidung eines professionellen Anlegers wirkt. Dass die Analyse derartiger Entscheidungen bzw. Prozesse bereits eine hohe Relevanz in der Vertrauensforschung aufweist, soll anhand der im Folgenden vorgestellten Studien veranschaulicht werden.<sup>205</sup>

Grundsätzlich lassen sich die Beiträge, die sich mit der Entstehung und Wirkung von Vertrauen im Zusammenhang mit Investitionsentscheidungen befassen, in drei Bereiche untergliedern. Der erste Bereich umfasst die Vertrauensentscheidungen privater Investoren bzw. Haushalte.<sup>206</sup> Das zweite Forschungsgebiet behandelt diejenigen Vertrauensentscheidungen, die zwischen Anlegern und Finanzintermediären getroffen werden.<sup>207</sup> Schließlich werden im Rahmen des dritten Forschungsbereichs Anlageentscheidungen professioneller bzw. institutioneller Investoren analysiert.<sup>208</sup>

Stellvertretend für den erstgenannten Forschungsbereich ist zunächst der Beitrag von BALLOCH/NICOLAE/PHILIP anzuführen. BALLOCH/NICOLAE/PHILIP untersuchen in ihrer Studie, ob die Kombination aus Kapitalmarktkennntnissen und Vertrauen zu einem größeren Aktienengagement führt. Die Auswertung der Daten von 6.000 US-amerikanischen Haushalten bestätigt den angenommenen Zusammenhang. Haushalte, die über Kapitalmarktkennntnisse und ein hohes Vertrauensniveau verfügen, zeigen dabei nicht nur eine grundsätzlich höhere Bereitschaft

---

<sup>203</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 40.

<sup>204</sup> Vgl. hierzu stellvertretend KIM, D. J./FERRIN, D. L./RAO, H. R. (2008), S. 545; PLANK, R. E./REID, D. A./PULLINS, E. B. (1999), S. 61.

<sup>205</sup> Vgl. KURY, M. (2014), S. 30; BANZHAF, J./KUHNLE, H. (2006), S. 88; Deutsche Bundesbank (2017), S. 88 f.; KATER, U. (2011), S. 96.

<sup>206</sup> Vgl. SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2012), S. 130; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 77.

<sup>207</sup> Vgl. KOSTOVETSKY, L. (2016), S. 931. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit werden Finanzintermediäre im weiteren Sinne betrachtet und in Abschnitt 3.1.1.2 folglich der Gruppe der Informationsintermediäre zugeordnet. Vgl. hierzu STANZEL, M. (2007), S. 14 f.; BITZ, M./STARK, G. (2008), S. 6.

<sup>208</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 15.

für Investments am Aktienmarkt, sondern investieren auch einen größeren Teil ihres verfügbaren Vermögens in Aktien.<sup>209</sup>

Vertrauen als Barriere für die Partizipation privater Investoren am Aktienmarkt analysieren auch GUIISO/SAPIENZA/ZINGALES. Die Autoren stellen grundsätzlich fest, dass fehlendes Vertrauen private Investoren daran hindert, am Aktienmarkt zu investieren. Dies gilt selbst dann, wenn keine weiteren Marktfraktionen vorliegen. Zudem können die Autoren belegen, dass das Vertrauen in den Aktienmarkt nicht nur individuell zwischen Personen innerhalb eines Landes variieren kann. Vielmehr sind auch Unterschiede bzgl. des Vertrauens in den Aktienmarkt zwischen einzelnen Ländern feststellbar, was bspw. auf die jeweilige kulturelle Prägung der Investoren zurückzuführen ist.<sup>210</sup>

Die Analyse der Bedeutung von Vertrauen für die Beziehung zwischen Investor und Finanzintermediär stellt in der oben getroffenen Unterteilung den zweiten Schwerpunkt der Vertrauensforschung dar. Beispielhaft ist in diesem Zusammenhang der Beitrag von GEORGARAKOS/INDERST zu nennen, der auf einer großen Umfrage der EU-Kommission, dem Eurobarometer, basiert.<sup>211</sup> Der Beitrag soll analysieren, ob Vertrauen die Grundlage dafür ist, dass Investoren den Anlageempfehlungen ihrer Finanzintermediäre Folge leisten. Im Ergebnis können die Autoren diese Annahme insbesondere für Investoren bestätigen, die über wenige Kapitalmarktkennntnisse und -fähigkeiten verfügen, was die dargestellten Ergebnisse der Studie von BALLOCH/NICOLAE/PHILIP unterstützt.<sup>212</sup> Für derartige Investoren ist das Vertrauen in die Anlageempfehlungen des Finanzberaters eine grundlegende Voraussetzung für die Investition in risikoreichere Anlagen, wie z. B. Aktien.

Im Gegensatz hierzu stehen Investoren, die Investitionsentscheidungen als wenig komplex ansehen und folglich auch ohne die Empfehlungen eines Experten zu einer Entscheidung gelangen können. Für diese Investorengruppe steht bei der Investition in risikoreichere Anlagen vielmehr im Vordergrund, ob den Verbraucherschutzrechten vertraut werden kann.<sup>213</sup> Somit gibt nicht das Vertrauen in den Finanzintermediär, sondern das Vorhandensein von Systemvertrauen den Ausschlag für die Investitionsentscheidung.<sup>214</sup>

---

<sup>209</sup> Vgl. BALLOCH, A./NICOLAE, A./PHILIP, D. (2015), S. 1956.

<sup>210</sup> Vgl. GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008), S. 2592 f. Für eine Analyse der Auswirkungen demografischer Faktoren auf Investitionsentscheidungen vgl. bspw. auch CHITEJI, N. S./STAFFORD, F. P. (2000).

<sup>211</sup> Vgl. GEORGARAKOS, D./INDERST, R. (2011), S. 19 f.

<sup>212</sup> Vgl. BALLOCH, A./NICOLAE, A./PHILIP, D. (2015), S. 1956.

<sup>213</sup> Vgl. GEORGARAKOS, D./INDERST, R. (2011), S. 37 f.

<sup>214</sup> Weiterführend zum Einfluss regulatorischer Maßnahmen auf das Systemvertrauen vgl. bspw. auch CARLIN, B. I./DOROBANTU, F./VISWANATHAN, S. (2009) und AGHION, P./ALGAN, Y./CAHUC, P./SHLEIFER, A. (2010).

GURUN/STOFFMAN/YONKER gehen der Frage nach, welche Effekte von einem Betrugsfall, wie dem Madoff-Investitionsskandal, ausgehen können. Die Studie, welche auf Daten von etwa 14.000 durch das *Madoff Ponzi Scheme*<sup>215</sup> geschädigten US-amerikanischen Investoren beruht, zeigt, dass ein Vertrauensbruch zwischen Anleger und Vermögensmanager zu einem veränderten Risikoappetit führt. Dementsprechend schichten Investoren ihre risikoreichen Investments in Investments mit geringerem Risiko, wie z. B. Bankeinlagen, um. Der Investor sieht das professionelle Vermögensmanagement in der Folge nicht mehr als notwendig an und löst seine Anlagen beim Vermögensmanager auf. So stellen die Autoren einen Anstieg der Betriebsaufgaberrate von professionellen Vermögensmanagern in den vom *Madoff Ponzi Scheme* betroffenen US-amerikanischen Gebieten fest.<sup>216</sup>

Obwohl sich die Studie nur auf eine bestimmte Gruppe von Investoren bezieht, können die Auswirkungen des beschriebenen Vertrauensschocks nach Ansicht der Autoren auch auf andere Investorengruppen bzw. die Finanzdienstleistungsbranche allgemein übertragen werden.<sup>217</sup> Dieser Umstand ist nach GURUN/STOFFMAN/YONKER auf die sozialen Beziehungen, die zwischen verschiedenen Investorengruppen bestehen, zurückzuführen.<sup>218</sup>

Weiterhin wird die auf Vertrauen basierende Delegation von Anlageentscheidungen an einen Finanzintermediär im Rahmen des Beitrags von GENNAIOLI/SHLEIFER/VISHNY untersucht. Zunächst können die Autoren bestätigen, dass die von einem Vermögensmanager getroffenen Entscheidungen als weniger risikoreich vom Vertrauensgeber wahrgenommen werden.<sup>219</sup> So gehen Investoren aufgrund des vertrauensvollen Verhältnisses zum Vermögensmanager Risiken ein, die sie unter anderen Umständen bzw. auf sich allein gestellt nicht eingehen würden. Auf diese Weise erhalten Investoren aber auch die Chance auf eine vergleichsweise höhere Rendite, was

---

<sup>215</sup> BERNARD MADOFF betrieb bis 2008 einen US-Investmentfonds nach dem sog. Ponzi-Schema. Bei einem Ponzi-Schema werden Gewinnausschüttungen an bereits bestehende Investoren durch die Einlagen neuer Investoren gedeckt. Im Gegensatz zum Schneeballsystem ist den Investoren bei einem Ponzi-Schema der Urheber bekannt. Schätzungen zufolge entstand durch die Betrugsmasche ein Schaden von bis zu 65 Milliarden US-Dollar. Für eine ausführliche Darstellung vgl. WILLIAMS, D. C. (2017).

<sup>216</sup> Vgl. GURUN, U. G./STOFFMAN, N./YONKER, S. E. (2018), S. 22 f.

<sup>217</sup> Dieses Ergebnis wird auch durch die Analyse von GUIZO, L. (2010) unterstützt.

<sup>218</sup> Vgl. GURUN, U. G./STOFFMAN, N./YONKER, S. E. (2018), S. 29 f.

<sup>219</sup> Vgl. GENNAIOLI, N./SHLEIFER, A./VISHNY, R. (2015), S. 91 f.

wiederum die Erhebung von Gebühren für das Vermögensmanagement durch den Finanzintermediär rechtfertigt.<sup>220</sup> Für die Wahl eines Vermögensmanagers ihres Vertrauens sind Investoren sogar bereit, eine im Vergleich zum Wettbewerb höhere Gebühr zu entrichten, da diese nicht als tatsächlich anfallende Kosten wahrgenommen werden.

Nach GENNAIOLI/SHLEIFER/VISHNY beeinflusst Vertrauen jedoch nicht nur die Wahrnehmung von Gebühren, sondern auch die Bewertung der Produktperformance. Obwohl Vermögensmanager im Hinblick auf die Nettorendite im Durchschnitt schlechter abschneiden als der Markt, ziehen es Investoren dennoch vor, ihre Anlageentscheidungen zu delegieren. Dass Vermögensmanager hierbei die Anlageentscheidungen an die Erwartungen ihrer Kunden anpassen, ist ebenfalls der medierenden Wirkung von Vertrauen zuzuschreiben.<sup>221</sup>

Wie Vertrauen im Rahmen der Anlageentscheidungen professioneller bzw. institutioneller Investoren wirkt, ist Gegenstand der Untersuchungen des dritten Forschungsbereichs. Stellvertretend für diesen Bereich der Vertrauensforschung ist die empirische Analyse von FERBER zu nennen, die auf einer Befragung deutscher Aktienfondsmanager basiert.<sup>222</sup> Hierbei kann FERBER grundsätzlich belegen, dass sich vertrauensbildende Maßnahmen positiv auf die Anlageentscheidungen professioneller Investoren auswirken. Nach FERBER sind diese vertrauensbildenden Maßnahmen im Bereich der Unternehmenskommunikation anzusiedeln. So zieht bspw. eine klare Darstellung des Geschäftsmodells und der Positionierung am Markt, die frühzeitige Kommunikation auch negativer Informationen oder die Bereitstellung von Informationen über die Berichtspflichten hinaus das Vertrauen der professionellen Investoren in Unternehmen nach sich.

Zudem stellt der Autor fest, dass professionelle Investoren im Hinblick auf vertrauenswürdige Unternehmen dazu bereit sind, eine Prämie auf den Aktienkurs zu zahlen oder auch eine leichte mittelfristige *Underperformance* des Unternehmens bzw. der Aktie zu akzeptieren. Hieraus ergeben sich wiederum zwei positive Faktoren für den Aktienkurs. Zum einen führt die genannte Prämie zu einer Steigerung der relativen Bewertung der Aktie. Zum anderen weist die Aktie eine geringere Volatilität auf.<sup>223</sup>

---

<sup>220</sup> Zu dieser Thematik vgl. weiterführend auch BERGSTRESSER, D./CHALMERS, J. M. R./TUFANO, P. (2009) und GUERCIO, D. D./REUTER, J./TKAC, P. A. (2010).

<sup>221</sup> Vgl. GENNAIOLI, N./SHLEIFER, A./VISHNY, R. (2015), S. 111 f.

<sup>222</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 15.

<sup>223</sup> Vgl. ebd., S. 203 f.

Insgesamt ist festzuhalten, dass bisher vor allem die beiden erstgenannten Forschungsbereiche intensiv analysiert werden. Dies ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass für die Aktivitäten privater Investoren am Kapitalmarkt auf eine breitere Datenbasis zurückgegriffen werden kann oder entsprechende Probanden leichter für eine wissenschaftliche Untersuchung gewonnen werden können. Die für den Forschungsbereich der professionellen Investoren durchgeführte Literaturanalyse bestätigt diesen Eindruck. Hierbei konnte nur eine geringe Anzahl von Studien, die sich mit der Entstehung und Wirkung von Vertrauen im Rahmen der Anlageentscheidung professioneller Investoren beschäftigen, identifiziert werden. Dementsprechend wird auch der Aktienkauf als Konsequenz des Vertrauens nur in sehr geringem Umfang thematisiert.<sup>224</sup> Somit hat die vorliegende Arbeit das Ziel, mittels einer theoretischen und empirischen Analyse des Vertrauenskonstrukts zur Schließung dieser Forschungslücke beizutragen.

## 2.3 Theoretischer Bezug zur neuen Institutionenökonomik

### 2.3.1 Transaktionskostentheorie

Neben der Forschung, zeigt auch die ökonomische Lehre ein wachsendes Interesse am Vertrauenskonstrukt. So ist die Einbindung des Vertrauenskonstrukts in die ökonomische Theorie bereits in den absatztheoretischen Ausführungen von GUTENBERG zu erkennen. Im Zusammenhang mit dem akquisitorischen Potenzial erwähnt GUTENBERG Vertrauen zwar nicht explizit, dennoch deutet er den Einfluss von Vertrauen für die Beziehung zwischen Konsumenten und Produzenten an.<sup>225</sup> Demnach können Unternehmen gegenüber ihren Kunden Vertrauenskapital aufbauen, welches auf positiven Erfahrungen der Kunden mit bisherigen Leistungen und den daraus abgeleiteten Erwartungen für künftige Transaktionen fußt.<sup>226</sup>

Über die Marketingtheorie hinaus wird die Vertrauensthematik bspw. auch im Zusammenhang mit der Informationsökonomie und der Neuen Institutionenökonomik diskutiert, wobei die

---

<sup>224</sup> Als Beispiel hierfür vgl. die Studie von WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011).

<sup>225</sup> „Oft führt dieses akquisitorische Potential mit den Präferenzen, die es auf Seiten der Käuferschaft schafft, zu einer Kundschaft, die sich in ihren Kaufentscheidungen weitgehend auf das Ansehen des Unternehmens verläßt, bei dem sie aufgrund eigener oder fremder Erfahrungen glaubt, günstig zu kaufen.“ GUTENBERG, E. (1955), S. 200. Nach GUTENBERG bezeichnet das akquisitorische Potential die „Gesamtheit der bei potenziellen Käufern präferenzschaffenden Tatbestände eines Unternehmens [...]“. KIRCHGEORG, M. (2019).

<sup>226</sup> Vgl. EICHENLAUB, A. (2010), S. 12.

letztgenannte Disziplin vor dem Hintergrund der Themenstellung und Zielsetzung der vorliegenden Arbeit besonders hervorzuheben ist.<sup>227</sup> Nachstehend wird daher die Transaktionskostentheorie als Teilgebiet der Neuen Institutionenökonomik näher beleuchtet.

In der ersten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts stellte COASE bereits fest, dass im Rahmen der Planung, Organisation und Durchführung wirtschaftlicher Austauschbeziehungen Kosten anfallen.<sup>228</sup> Diesen Ansatz griff WILLIAMSON auf und entwickelte daraus die Transaktionskostentheorie, mit deren Hilfe Wirkmechanismen im und zwischen Unternehmen anhand von Transaktionen untersucht werden können.

Als Transaktion wird grundsätzlich die „Klärung und Vereinbarung eines Leistungsaustauschs“<sup>229</sup> bezeichnet. Die mit einer Transaktion verbundenen Kosten resultieren hierbei aus einer unzureichenden Anzahl von Informationen und den damit zusammenhängenden Bemühungen, diese Informationslücke zu schließen oder entsprechende Sicherungsvorkehrungen zu treffen. WILLIAMSON differenziert in diesem Zusammenhang zwischen Kosten, die vor oder nach einer Transaktion bzw. Vertragsvereinbarung anfallen (Ex-ante bzw. Ex-post-Transaktionskosten).<sup>230</sup> Nach PICOT ET AL. werden dabei die in der nachstehenden Tabelle aufgeführten Transaktionskostenarten unterschieden.<sup>231</sup>

---

<sup>227</sup> Vgl. BITTL, A. (1997), S. 155; PICOT, A. (1991), S. 144 f.

<sup>228</sup> Vgl. COASE, R. H. (1937), S. 394 f.

<sup>229</sup> VOGT, J. (1997), S. 19.

<sup>230</sup> Vgl. WILLIAMSON, O. E. (1985), S. 20 f.

<sup>231</sup> Vgl. PICOT, A. et al. (2012), S. 70 f.

Kostenart	Definition	Zeitpunkt der Kostenentstehung
<b>Anbahnungskosten</b>	Kosten, welche im Rahmen der Suche und Auswahl eines Transaktionspartners für die Informationssuche und -beschaffung entstehen.	Ex ante
<b>Vereinbarungskosten</b>	Kosten, welche bei Verhandlungen und der Gestaltung von Verträgen entstehen.	Ex ante
<b>Abwicklungskosten</b>	Kosten, die durch den Leistungsaustausch entstehen (z. B. Transportkosten).	Ex post
<b>Kontrollkosten</b>	Kosten, die durch die Überprüfung der Einhaltung von Verträgen im Hinblick auf Mengen und Qualitäten entstehen.	Ex post
<b>Anpassungskosten</b>	Kosten, die aus veränderten Rahmenbedingungen resultieren (z. B. Anpassung der Beschäftigtenzahl an die Marktentwicklung).	Ex post

**Tabelle 5: Transaktionskostenarten nach PICOT/DIETL/FRANCK.<sup>232</sup>**

Die Existenz und die Höhe der Transaktionskosten richten sich nach unterschiedlichen Einflussfaktoren. Um diese Einflussfaktoren analysieren und systematisieren zu können, entwickelte WILLIAMSON das *Organizational Failures Framework*. Das Modell zeigt, dass die Einflussfaktoren der Transaktionskosten vom Zusammenspiel der allgemeinen Verhaltensannahmen (begrenzte Rationalität und Opportunismus) mit den konkreten Transaktionsbedingungen abhängen. Die konkreten Transaktionsbedingungen lassen sich hierbei durch die Merkmale der Spezifität, Häufigkeit und Unsicherheit weiter konkretisieren.<sup>233</sup>

Ob ein Transaktionspartner transaktionsspezifische Investitionen tätigen muss, um eine Transaktion überhaupt erst durchführen zu können, ist von der Faktorspezifität bzw. der strategischen Bedeutung abhängig.<sup>234</sup> Ist eine derartige Investition notwendig, so muss ein Transaktionspartner Faktoren bzw. Ressourcen einsetzen, die grundsätzlich nicht oder nur unrentabel für die Durchführung anderer Transaktionen genutzt werden können. Somit wird der Nutzen der faktorspezifischen Investition von der Dauer der Transaktionsbeziehung bestimmt. Um *Sunk Costs* zu vermeiden, ist der Investor folglich an die Transaktion bzw. die Transaktionsbeziehung gebunden.<sup>235</sup> Der Wechsel des Transaktionspartners wird hierdurch deutlich erschwert, was man

<sup>232</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 61.

<sup>233</sup> Vgl. SCHERM, E./PIETSCH, G. (2007), S. 49.

<sup>234</sup> Vgl. JOST, P.-J. (2001), S. 11.

<sup>235</sup> Bei *Sunk Costs* handelt es sich um Kosten, die bereits angefallen sind und bei einer anstehenden Entscheidung, wie z. B. über die Fortführung eines Projekts, nicht berücksichtigt werden sollten. Vielmehr sollte die Entscheidung auf den künftigen Kosten und Erträgen beruhen. Marktakteure neigen jedoch dazu, die bereits „versenkten“ Kosten in ihr Entscheidungskalkül einzubeziehen. Vgl. hierzu bspw. ARKES, H. R./BLUMER, C. (1985), S. 124 f.

als Lock-in-Effekt bezeichnet. In dieser Situation ist der andere Transaktionspartner zudem geneigt, die Gebundenheit des Investors opportunistisch auszunutzen. Allerdings kann der Spezifität einer Investition auch eine große strategische Bedeutung zukommen. Dies ist der Fall, wenn spezifische Produkte oder Verfahren zu einem Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz führen.<sup>236</sup>

Neben der Spezifität ist auch die Transaktionshäufigkeit für die Höhe der Transaktionskosten relevant. Je öfter eine gleichartige Transaktion zwischen Transaktionspartnern wiederholt wird, desto früher können Größendegressionseffekte (*Economies of Scale*) erzielt werden. Zudem beeinflusst eine hohe Anzahl von Transaktionen auch die Beziehung zwischen den Beteiligten positiv. So kann sich zwischen den Beteiligten ein Vertrauensverhältnis entwickeln, welches oftmals eine kostensenkende Wirkung entfaltet.<sup>237</sup> Darüber hinaus wird auf diese Weise die Gefahr opportunistischen Verhaltens verringert. Insgesamt ist zwar „mit steigender Häufigkeit der Transaktionsdurchführung aufgrund des dadurch notwendigen höheren Ausmaßes an Koordinationsaktivitäten absolut ein Anstieg der Transaktionskosten zu erwarten“<sup>238</sup>, jedoch dürfen die Transaktionskosten je Transaktion sinken.<sup>239</sup>

Einen weiteren Einflussfaktor auf die Transaktionskostenhöhe stellt die Unsicherheit dar, welche sich auf die unvollständigen Informationen bzgl. der situativen Rahmenbedingungen einer Transaktion und die Neigung des Transaktionspartners zu opportunistischem Verhalten bezieht.<sup>240</sup> Hierbei kann die Unsicherheit als eine unmittelbare Folge der begrenzten Rationalität betrachtet werden. So führen komplexe Rahmenbedingungen bei begrenzter Rationalität dazu, dass ein Transaktionspartner die Umstände einer Transaktion im Vorfeld nicht genau festlegen kann. In der Folge ergeben sich Handlungsspielräume für die anderen Transaktionspartner. Dies macht im weiteren Verlauf wiederum Anpassungs- und Kontrollmaßnahmen notwendig, die letztlich zusätzliche Transaktionskosten verursachen.<sup>241</sup>

---

<sup>236</sup> Vgl. SCHERM, E./PIETSCH, G. (2007), S. 50; ZIMMERMANN, F. (2003), S. 23; STEINMANN, T. (2013), S. 62.

<sup>237</sup> Vgl. JOST, P.-J. (2001), S. 14.

<sup>238</sup> WEICHSELBAUMER, J. S. (1998), S. 71.

<sup>239</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 62; SCHERM, E./PIETSCH, G. (2007), S. 51.

<sup>240</sup> Vgl. SCHERM, E./PIETSCH, G. (2007), S. 51; WEICHSELBAUMER, J. S. (1998), S. 67 f.; JOST, P.-J. (2001), S. 42.

<sup>241</sup> Vgl. SCHERM, E./PIETSCH, G. (2007), S. 51.

## 2.3.2 Prinzipal-Agenten-Theorie

### 2.3.2.1 Prinzipal-Agenten-Problem

Ein eng mit der Transaktionskostentheorie verbundener theoretischer Entwicklungszeit der Neuen Institutionenökonomik ist die Prinzipal-Agenten-Theorie.<sup>242</sup> Da auch im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie Marktcharakteristika, wie z. B. Informationsasymmetrien oder opportunistische Verhaltensweisen, berücksichtigt werden, stellt sie einen bedeutenden theoretischen Bezugspunkt für die Vertrauensforschung dar.<sup>243</sup>

Grundsätzlich analysiert die Prinzipal-Agenten-Theorie Vertragsbeziehungen zwischen Individuen oder Gruppen von Individuen. Die Vertragsbeziehungen sind hierbei durch Unsicherheit und ein Informationsdefizit des Auftraggebers (Prinzipal) gegenüber seinem Auftragsempfänger (Agent) gekennzeichnet.<sup>244</sup> Für das Bestehen derartiger Vertragsbeziehungen ist kein besonderes hierarchisches Ordnungsverhältnis (Über- oder Unterordnung) zwischen den Beteiligten notwendig. Vielmehr kommt eine Prinzipal-Agenten-Beziehung bereits dann zustande, wenn eine Person von den Handlungen einer anderen Person abhängig ist.<sup>245</sup> Als Beispiele für Prinzipal-Agenten-Vertragsverhältnisse im ökonomischen Kontext sind die Beziehungen zwischen Käufer und Verkäufer, Eigentümer und Geschäftsführer sowie Aufsichtsrat und Vorstand zu nennen.<sup>246</sup>

Im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung der Vertragsbeziehung ist festzuhalten, dass zwischen Prinzipal und Agent sowohl implizite also auch explizite Verträge geschlossen werden können.<sup>247</sup> Auf das Grundproblem der Prinzipal-Agenten-Beziehung, welches darin besteht, „ein Individuum oder eine Gruppe von Individuen zu motivieren, im Interesse eines anderen Individuums oder eine Gruppe von Individuen zu handeln“<sup>248</sup>, hat die gewählte Vertragsform jedoch grundsätzlich keinen Einfluss.<sup>249</sup>

<sup>242</sup> Vgl. PIELKEN, A. (2017), S. 14.

<sup>243</sup> Vgl. SHAPIRO, S. P. (1987), S. 625 f.; NEUMANN, M. M. (2007), S. 47 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 63.

<sup>244</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 121; AKERLOF, G. A. (1970), S. 490 f.; ARROW, K. J. (1985), S. 37 f.; FAMA, E. F. (1980), S. 288 f.; FAMA, E. F./JENSEN, M. C. (1983), S. 331 f.; JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976), S. 308 f.; REES, R. (1985), S. 3 f.; MACHARZINA, K./WOLF, J. (2018), S. 60 f.; EBERS, M./GOTSCH, W. (2014), S. 206 f.

<sup>245</sup> Vgl. KIENER, S. (1990), S. 21; BAYÓN, T. (1997), S. 40 f.; KLAUS, E. (2002), S. 121.

<sup>246</sup> Vgl. PETERSEN, T. (1989), S. 26 f.; KLAUS, E. (2002), S. 121.

<sup>247</sup> Vgl. PETERSEN, T. (1989), S. 27 f. Implizite Verträge beinhalten wechselseitige Erwartungen der Vertragsparteien, welche zwar als verbindlich angesehen werden, jedoch gerichtlich nicht durchsetzbar sind. Im Gegensatz dazu sind explizite Verträge grundsätzlich gerichtlich durchsetzbar, da sie vertragliche Leistungen entweder schriftlich oder mündlich spezifizieren. Vgl. hierzu RIPPERGER, T. (2003), S. 28 f.

<sup>248</sup> KLAUS, E. (2002), S. 121 f.

<sup>249</sup> Vgl. MACHARZINA, K./WOLF, J. (2018), S. 61; KLAUS, E. (2002), S. 121 f.

Zentrale Annahme der Prinzipal-Agenten-Theorie ist, dass sowohl der Prinzipal als auch der Agent ihre individuellen Nutzenniveaus maximieren möchten. Da der Prinzipal nicht über alle Aktivitäten des Agenten informiert sein kann, ist es möglich, dass der Agent diese asymmetrische Informationsverteilung ausnutzt und sich im Zuge der individuellen Nutzenmaximierung opportunistisch verhält. Das sich aus der ungleichen Verteilung von Informationen ergebende Koordinationsproblem führt wiederum für beide Parteien zu Kosten, die den individuellen Zielen widersprechen.<sup>250</sup> Diese Kosten werden als Agency-Kosten bezeichnet und können in drei Kategorien gegliedert werden.<sup>251</sup>

Die erste Kategorie repräsentiert Kosten, die dem Prinzipal im Rahmen der Verringerung seines Informationsnachteils entstehen. Diese Kosten werden als Kontrollkosten des Prinzipals bezeichnet. Als zweite Kategorie sind die Signalisierungskosten des Agenten zu nennen. Hierbei handelt es sich um Kosten, die beim Agenten im Zuge der Verringerung der Informationsasymmetrien anfallen. Die Signalisierungskosten werden auch als Garantiekosten bezeichnet. Schließlich repräsentiert die dritte Kategorie die Residualkosten bzw. den verbleibenden Wohlfahrtsverlust. Trotz der Kontroll- und Signalisierungsanstrengungen der beiden Parteien können die Informationsasymmetrien nicht vollständig abgebaut werden. Folglich wird das Wohlfahrtsoptimum – im Vergleich zu einer arbeitsteiligen Spezialisierung ohne Informationsasymmetrien – nicht erreicht. Die Verringerung des zurückbleibenden Informationsdefizits bindet wiederum weitere Ressourcen, so dass im Ergebnis häufig ein Wohlfahrtsverlust verbleibt.<sup>252</sup>

Um den verbleibenden Wohlfahrtsverlust auf ein Minimum zu reduzieren, sind Abwägungsentscheidungen zwischen den drei genannten Kategorien zu treffen. So könnte der verbleibende Wohlfahrtsverlust z. B. durch zusätzliche Kontrollkosten des Prinzipals verringert werden. Zudem könnte eine erhöhte Signalisierungsbereitschaft des Agenten sowohl die Residualkosten als auch den Kontrollbedarf des Prinzipals reduzieren. Insgesamt ist es somit erforderlich diejenige Institutionalisierungsform zu finden, welche die Agency-Kosten bestmöglich reduziert.<sup>253</sup> Die folgende Übersicht fasst die wesentlichen Aspekte der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent zusammen.

---

<sup>250</sup> Vgl. HART, O. D. (1988), S. 122 f.; EBERS, M./GOTSCH, W. (2014), S. 209 f.; MACHARZINA, K./WOLF, J. (2018), S. 62 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 63.

<sup>251</sup> Vgl. PICOT, A. et al. (2012), S. 91.

<sup>252</sup> Vgl. SJURTS, I. (1998), S. 284 f.; KLAUS, E. (2002), S. 123; STEINMANN, T. (2013), S. 63.

<sup>253</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 64.

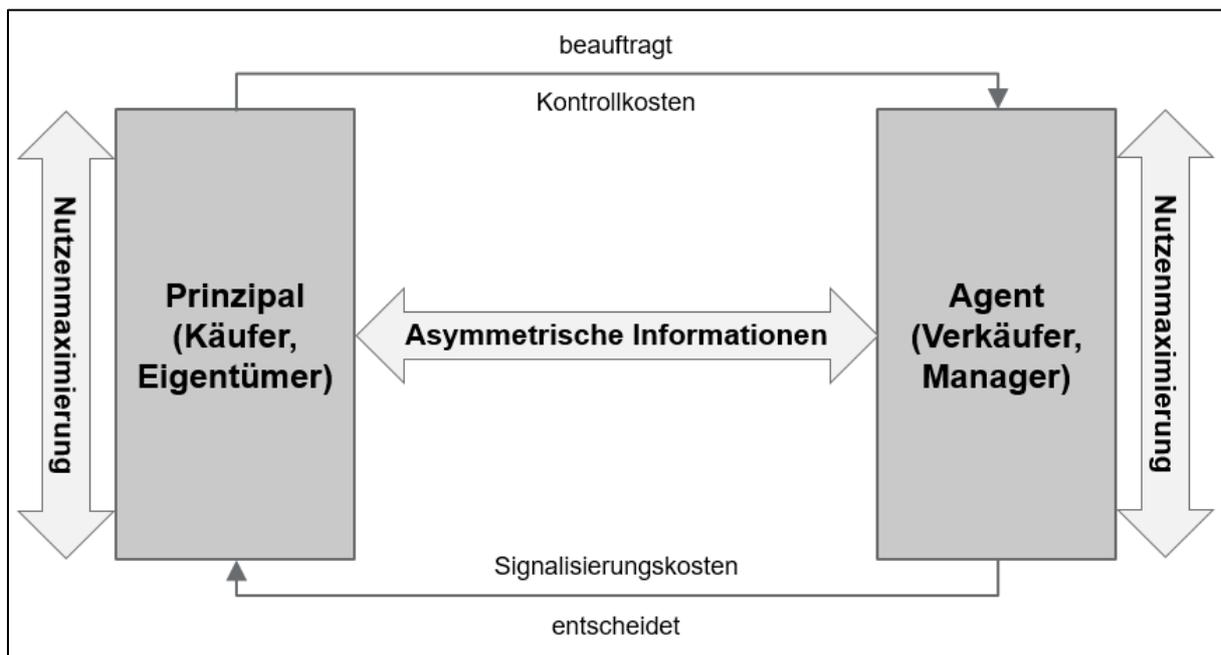


Abbildung 2: Prinzipal-Agenten-Problem.<sup>254</sup>

Aufgrund der beschriebenen asymmetrischen Informationsverteilung innerhalb der Prinzipal-Agenten-Beziehung ergeben sich sog. Agenturprobleme für den Prinzipal. Diese Agenturprobleme können wiederum in drei Problemtypen gegliedert werden und sollen nachstehend erläutert werden.<sup>255</sup>

Zunächst ist in diesem Zusammenhang der Problemtyp der *Hidden Characteristics* anzuführen. Der Ausdruck wird für eine asymmetrische Informationsverteilung verwendet, die bereits vor Abschluss des Vertrages zwischen Prinzipal und Agent (Ex ante) bestanden hat.<sup>256</sup> Der Prinzipal sieht sich hierbei mit dem Risiko konfrontiert, einen unerwünschten Vertragspartner auszuwählen, was als *adverse Selektion* (*Adverse Selection*) bezeichnet wird.<sup>257</sup> So erhält der Prinzipal durch sein Vertragsangebot einen nicht geeigneten Agenten, der die Eigenschaften eines fähigeren Agenten lediglich imitiert. Dies ist möglich, da der Prinzipal vor Abschluss des Vertrags nicht überprüfen kann, ob die vom Agenten angegebenen Informationen der Wahrheit entsprechen. Um das Risiko der *Adverse Selection* zu verringern, gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten. Einerseits kann der Prinzipal den möglichen Kandidaten jeweils unterschiedliche Verträge zur Auswahl vorlegen. Da die Verträge verschiedenartig gestaltet sind, werden die einzelnen Agenten dementsprechend auch unterschiedliche Verträge auswählen. Hierdurch geben die potentiellen Agenten ihre verborgenen Informationen preis, was dem Prinzipal dabei

<sup>254</sup> Vgl. MACHARZINA, K./WOLF, J. (2018), S. 62.

<sup>255</sup> Vgl. EBERS, M./GOTSCH, W. (2014), S. 211 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 64 f.

<sup>256</sup> Vgl. GRESCHUCHNA, L. (2006), S. 60; KLAUS, E. (2002), S. 125 f.

<sup>257</sup> Vgl. SCHUMANN, J./MEYER, U./STRÖBELE, W. (2011), S. 457 f.

hilft, die Kandidaten einzuschätzen. Bezeichnet wird diese Vorgehensweise als *Screening*. Andererseits ist es auch möglich, dass der Agent die Initiative ergreift und seine verborgenen Informationen freiwillig offenlegt. Die Literatur bezeichnet dieses Vorgehen als *Signaling*.<sup>258</sup>

Einen weiteren Problemtyp stellt die *Hidden Action* dar. Im Gegensatz zu den *Hidden Characteristics* tritt das Hidden-Action-Problem allerdings erst nach der Vertragsannahme durch den Agenten auf (Ex post). Obwohl der Prinzipal die Arbeitsergebnisse des Agenten kennt, kann er nicht überprüfen, mit welchem Einsatz diese Ergebnisse erzielt wurden.<sup>259</sup> Zudem fehlen dem Prinzipal Informationen über die tatsächlichen Fähigkeiten des Agenten. So ist der Prinzipal nicht in der Lage zu beurteilen, ob die erzielten Ergebnisse nur auf günstige Umwelteinflüsse oder die Fähigkeiten und Leistungen des Agenten zurückzuführen sind. Für den Prinzipal besteht hierdurch die Gefahr, dass der Agent seinen Informationsvorsprung opportunistisch ausnutzt, indem er seine Arbeitsanstrengungen verringert, was als *Moral Hazard* bezeichnet wird. Wie im Falle der *Hidden Characteristics* stehen auch für die Reduktion des Moral Hazard-Problems grundsätzlich zwei Maßnahmen zur Verfügung. Zum einen könnte der Prinzipal die Arbeitsleistung des Agenten durch gezielte Kontrollen besser überwachen. Zum anderen könnte der Agent durch Anreizsystemen, wie z. B. monetäre Incentivierungen, dazu gebracht werden, sich im Sinne des Prinzipals zu verhalten.<sup>260</sup>

Letztlich ist als Problemtyp die *Hidden Intention* anzuführen. Hierbei handelt es sich um verborgene Absichten des Agenten, welche sich nachteilig auf den Prinzipal auswirken. Dies ist im Rahmen von Transaktionen möglich, in denen der Prinzipal in Form von spezifischen Investitionen in Vorleistung geht und deshalb einseitig vom Agenten abhängig ist. Aufgrund dieser Abhängigkeit besteht das Risiko, dass sich der Agent opportunistisch verhält. Um das Risiko zu verringern, kann der Prinzipal auf die im Zusammenhang mit der *Hidden Action* beschriebenen Maßnahmen zurückgreifen.<sup>261</sup>

### 2.3.2.2 Vertrauen in der Prinzipal-Agenten-Beziehung

Grundsätzlich wird Vertrauen, wie in Abschnitt 2.1.1 beschrieben, auch dadurch charakterisiert, dass der Vertrauensgeber eine riskante Vorleistung erbringt. Durch das Vertrauensmerkmal der

---

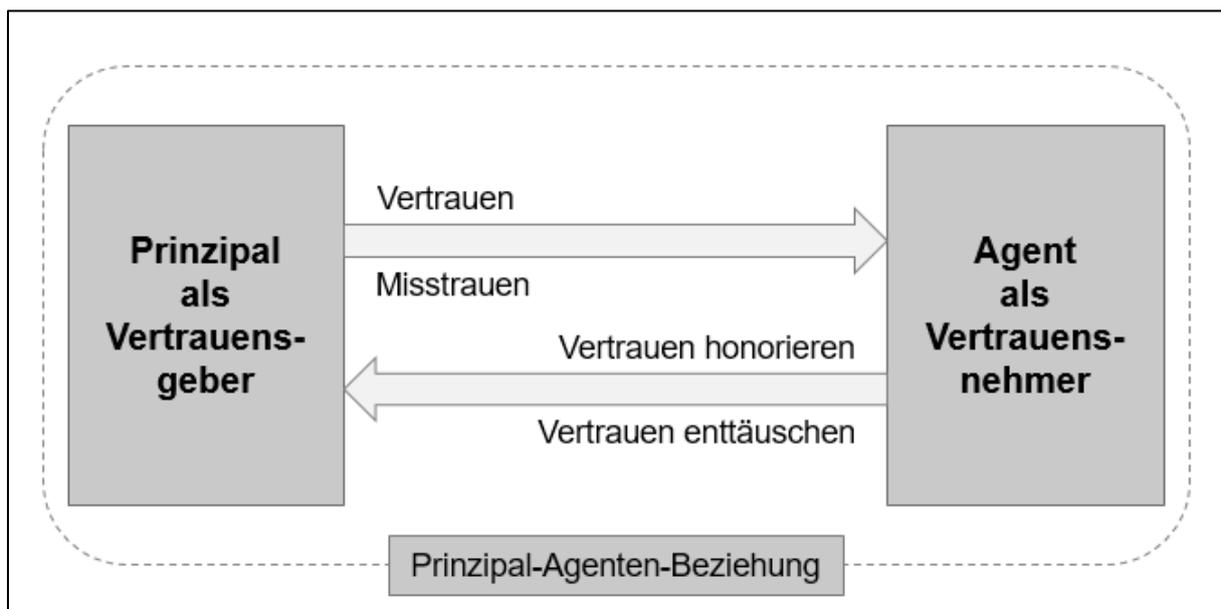
<sup>258</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 64; SPENCE, M. (1973), S. 358 f.; SCHUMANN, J./MEYER, U./STRÖBELE, W. (2011), S. 457 f.; RICHTER, R./FURUBOTN, E. G. (2010), S. 155; SPREMANN, K. (1990), S. 566.

<sup>259</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 132.

<sup>260</sup> Vgl. HOLMSTRÖM, B. (1979), S. 89 f.; EISENHARDT, K. M. (1989), S. 61; SCHUMANN, J./MEYER, U./STRÖBELE, W. (2011), S. 452 f.; GÖBEL, E. (2002), S. 100; STEINMANN, T. (2013), S. 64.

<sup>261</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 65.

riskanten Vorleistung wird ein impliziter Vertrag zwischen Vertrauensgeber und Vertrauensnehmer begründet, der durch Informationsasymmetrien und Verhaltensrisiken gekennzeichnet ist.<sup>262</sup> Dieser Umstand ist auf den Informationsvorsprung des Vertrauensnehmers zurückzuführen, da er Informationen über seine wirklichen Handlungsabsichten verbergen und somit das ihm entgegengebrachte Vertrauen honorieren oder enttäuschen kann. Ob der Vertrauensnehmer dem Vertrauensgeber also durch sein Verhalten schadet oder nutzt, hängt von der Motivation des Vertrauensnehmers ab. So vertraut der Vertrauensgeber nur deshalb, weil er annimmt, dass der Vertrauensnehmer motiviert ist, sich ihm gegenüber nicht opportunistisch zu verhalten. Der Vertrauensbeziehung liegt somit ein motivationsbedingtes Verhaltensproblem zugrunde, welches sehr gut durch das theoretische Instrumentarium der Prinzipal-Agenten-Theorie analysiert werden kann. Hierbei wird die Prinzipal-Agenten-Beziehung derart auf die Vertrauensbeziehung übertragen, dass der Vertrauensnehmer die Rolle des Agenten und der Vertrauensgeber die Rolle des Prinzipals einnimmt, was die nachstehende Abbildung verdeutlichen soll.<sup>263</sup>



**Abbildung 3: Prinzipal-Agenten-Beziehung als Vertrauensbeziehung.**<sup>264</sup>

Der Vertrauensgeber sieht sich als Prinzipal vor dem Eintritt in eine Vertrauensbeziehung grundsätzlich mit einem Adverse Selection-Problem konfrontiert, da er entscheiden muss, ob der potentielle Vertrauensnehmer vertrauenswürdig ist. Die Vertrauenswürdigkeit des Agenten

<sup>262</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 27 f.; KLAUS, E. (2002), S. 145.

<sup>263</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 78 f.; ROEDER, K. (2000), S. 124; KLAUS, E. (2002), S. 145.

<sup>264</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 74.

spielt hierbei zwar in jeder Adverse Selection-Situation eine Rolle, weil sie die Glaubwürdigkeit seiner Aussagen erhöht.<sup>265</sup> Jedoch stellen derart qualitative Eigenschaften, wie z. B. spezifisches Fachwissen, gleichzeitig auch das wesentliche Kriterium für den Selektionsprozess dar. Wird die Vertrauensbeziehung allerdings als Prinzipal-Agenten-Beziehung interpretiert, so ist die Vertrauenswürdigkeit des Agenten selbst die zentrale Dimension, entlang derer der Prinzipal unterschiedliche Agententypen differenziert. Ziel dieser Screening-Maßnahmen ist es also, Agenten mit der Eigenschaft „vertrauenswürdig“ zu identifizieren. Im gleichen Zuge sind sowohl vertrauenswürdige als auch weniger vertrauenswürdige Agenten bestrebt, diese Eigenschaft durch Signaling-Aktivitäten anzudeuten.<sup>266</sup>

Vertrauensvolles Verhalten zeigt sich in der Erbringung einer riskanten Vorleistung durch den Vertrauensgeber bzw. den Prinzipal. Hieraus entsteht grundsätzlich ein Hold Up-Risiko für den Vertrauensgeber: Die riskante Vorleistung stellt eine irreversible Investition dar, welche ein einseitiges Abhängigkeitsverhältnis begründet.<sup>267</sup> Als Beispiel für ein solches Abhängigkeitsverhältnis kann das Geheimnis, welches einem Freund anvertraut wird oder die Gesundheit, die ein Patient in die Hände seines Arztes legt, genannt werden. Die Höhe des Hold Up-Risikos innerhalb einer Vertrauensbeziehung ist somit vom Wert und der Spezifität der riskanten Vorleistung abhängig.<sup>268</sup>

Ist eine Vertrauensbeziehung entstanden, nimmt der Vertrauensgeber eine Bewertung der Handlungen des Vertrauensnehmers vor. Hierbei befindet sich der Vertrauensgeber in einer Moral Hazard-Situation, da er die Anstrengungen des Vertrauensnehmers nicht genau überprüfen kann. Dementsprechend kann der Vertrauensgeber nicht nachvollziehen, ob ein schädigendes bzw. nutzenstiftendes Ereignis auf die Handlungen des Vertrauensnehmers oder nicht kontrollierbare Umwelteinflüsse zurückzuführen ist. So kann bspw. ein Aktionär nicht zweifelsfrei beurteilen, ob der im Rahmen seiner Anlage entstandene Verlust auf einem Vertrauensmissbrauch des Managements oder auf anderen Faktoren außerhalb des Einflussbereichs des Managements beruht.<sup>269</sup> Da der Vertrauensgeber aufgrund der impliziten Vertragsform zwischen ihm und dem Vertrauensnehmer auf die Anwendung vertraglicher Anreizmechanismen verzichtet,

---

<sup>265</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 145.

<sup>266</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 74; ROEDER, K. (2000), S. 125.

<sup>267</sup> Als Hold Up-Risiko wird die aktive opportunistische Ausnutzung eines nachvertraglichen Handlungsspielraums bezeichnet. Das Hold Up-Risiko tritt hierbei im Zusammenhang mit der Verhaltensweise der Hidden Intention auf. Vgl. hierzu weiterführend LICHARZ, E.-M. (2002), S. 86; VOGT, J. (1997), S. 29 f.; HART, O. D. (2009), S. 87 f.; SCHOEN, M. (2013), S. 56 f.

<sup>268</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 74.

<sup>269</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 146 f.

muss er sich im Zusammenhang mit seiner Vertrauensentscheidung auf die Motivation des Vertrauensnehmers und den diese Motivation beeinflussenden Faktoren verlassen, um potentielle verhaltensbedingte Risiken antizipieren zu können.<sup>270</sup>

Ebenso wie der Vertrauensgeber muss sich auch der Vertrauensnehmer entscheiden, ob er in die Vertrauensbeziehung eintreten möchte oder nicht. Durch die Annahme der riskanten Vorleistung kommt es zu einem Vertrag zwischen ihm und dem Vertrauensgeber. Aus dieser Situation heraus kann sich der Vertrauensnehmer in seiner Rolle als Agent dazu entscheiden, das entgegengebrachte Vertrauen entweder zu honorieren oder zu enttäuschen. So hat der Agent einen direkten Einfluss auf das Nutzenniveau des Prinzipals. Soll dem Vertrauensgeber Nutzen gestiftet werden, müssen entsprechende Ressourcen vom Vertrauensnehmer eingesetzt werden. Für diese Strategie wird sich der Vertrauensnehmer allerdings nur dann entscheiden, wenn die Kosten des vertrauenswürdigen Verhaltens geringer sind als der dadurch erzielbare Nutzen.<sup>271</sup>

Wird Vertrauen im Rahmen von sozialen Systemen analysiert – was aufgrund der zahlreichen Einflussfaktoren bspw. auch die Investitionsentscheidungen professioneller Investoren betrifft – existiert nicht nur die Vertrauensbeziehung zwischen Prinzipal und Agent. Vielmehr können Vertrauensbeziehungen zwischen einer Vielzahl von Beteiligten existieren. Innerhalb dieser wechselseitigen Vertrauensbeziehungen, in denen jeder Beteiligte abwechselnd die Rolle des Vertrauensgebers, des Vertrauensnehmers oder die eines Dritten übernehmen kann, ergeben sich zusätzliche Handlungsalternativen für den Vertrauensgeber. So kann er z. B. einen Vertrauensbruch seinerseits mit einem Vertrauensbruch beantworten oder über Reputationsmechanismen das künftige Verhalten Dritter dem Vertrauensnehmer gegenüber beeinflussen.<sup>272</sup>

### 2.3.3 Erklärungsbeitrag der neuen Institutionenökonomik

Sowohl die Transaktionskostentheorie als auch die Prinzipal-Agenten-Theorie liefern Erkenntnisse, die für den Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit – die Investitionsentscheidung eines professionellen Investors – von Bedeutung sind. Dementsprechend soll nachstehend der Erklärungsbeitrag der vorgestellten Theorien zusammengefasst werden.

---

<sup>270</sup> Vgl. ROEDER, K. (2000), S. 125 f.; KLAUS, E. (2002), S. 146 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 76.

<sup>271</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 147; RIPPERGER, T. (2003), S. 77.

<sup>272</sup> Vgl. ROEDER, K. (2000), S. 127; RIPPERGER, T. (2003), S. 77; KLAUS, E. (2002), S. 147 f.

Grundsätzlich zeigt die Analyse der Fachliteratur, dass Vertrauen in wirtschaftlichen Austauschbeziehungen zu geringeren Transaktionskosten führt.<sup>273</sup> Aufgrund der beschriebenen Unsicherheit begeben sich die Transaktionspartner verstärkt auf die Suche nach Informationen, um einerseits die Transaktion besser kontrollieren zu können. Andererseits möchte sich insbesondere der Vertrauensgeber gegen mögliche negative Folgen des Aktienkaufs absichern. Alle mit der Absicherung der Transaktion verbundenen Aktivitäten des Vertrauensgebers bzw. des Investors führen jedoch zu steigenden Transaktionskosten.<sup>274</sup> Vertraut der Investor hingegen dem Unternehmen, können die aufgrund der vorhandenen Unsicherheit erhöhten Transaktionskosten wiederum verringert werden. Nach LUHMANN ist dies auf den Umstand zurückzuführen, dass Vertrauen als ein geeignetes Mittel der Informations- und Komplexitätsreduktion gilt.<sup>275</sup> So verringert das Vertrauen des Investors das Bedürfnis, Informationsasymmetrien abzubauen. Eine intensive Informationssuche, die mit hohen Kosten einhergeht, kann demzufolge unterbleiben. Zudem wird der vertrauende Investor eher davon absehen, sich gegen eventuell negative Kauffolgen abzusichern, was im vorliegenden Fall bspw. dem Abschluss eines Optionsgeschäfts entsprechen würde.<sup>276</sup> Durch sein Vertrauen wird der Investor auf der Informations-, Kontroll- und Entscheidungsebene entlastet, was letztlich zur Reduktion von Unsicherheit führt.<sup>277</sup> Vertrauen führt jedoch auch auf Seiten des Unternehmens zu einer Reduktion der Transaktionskosten, da vertrauenden Investoren bzw. Aktionären im Allgemeinen weniger Informationen angeboten werden müssen.<sup>278</sup>

Auch die vorhergehenden Ausführungen zur Prinzipal-Agenten-Theorie bieten verschiedene Bezugspunkte für die vorliegende Arbeit. Grundsätzlich modelliert die Prinzipal-Agenten-Theorie interdependente Leistungsbeziehungen zwischen Akteuren in Form von Verträgen. Hierbei bilden externe Effekte und asymmetrisch verteilte Informationen die konstitutiven Elemente der Prinzipal-Agenten-Theorie, deren Kern ein Motivationsproblem ist: Das über seine Aktivitäten entsprechend besser informierte Unternehmen beeinflusst mit seinem Handeln das Nutzenniveau des Investors.<sup>279</sup> Aus dieser asymmetrischen Informationsverteilung entstehen für beide Parteien Agency-Kosten, die grundsätzlich durch Vertrauen reduziert werden können.<sup>280</sup>

---

<sup>273</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 41; PLÖTNER, O. (1995), S. 58; GANESAN, S. (1994), S. 3; WICKS, A. C./BERMAN, S. L./JONES, T. M. (1999), S. 110; GUTH, G. (2003), S. 100 f.; LORBEER, A. (2003), S. 34; STEINMANN, T. (2013), S. 68.

<sup>274</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 68.

<sup>275</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 27 f.; NEUMANN, M. M. (2007), S. 41.

<sup>276</sup> Vgl. EINWILLER, S. (2003), S. 61.

<sup>277</sup> Vgl. WALGENBACH, P. (2006), S. 19.

<sup>278</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 41.

<sup>279</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 78 f.

<sup>280</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 50.

Da der vertrauende Investor zudem nicht davon ausgeht, dass sich das Unternehmen opportunistisch verhalten wird, ist auch eine Reduktion der Risiken, die mit den Problemfeldern *Adverse Selection*, *Moral Hazard* und *Hold Up* verbundenen sind, möglich. Dies führt letztlich zu einer erhöhten Bereitschaft des Investors, in die Aktie des Unternehmens zu investieren.<sup>281</sup>

---

<sup>281</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 69; RIPPERGER, T. (2003), S. 79.

## **3 Bedeutung von Vertrauen für Investitionsentscheidungen**

### **3.1 Vertrauensbeziehung zwischen Investor und Unternehmen**

#### **3.1.1 Investor als Vertrauensgeber**

##### **3.1.1.1 Aktienkauf als spezifische Vertrauensinvestition**

Die bisherige Analyse hat gezeigt, dass die Platzierung von Vertrauen als Problem der riskanten Vorleistung beschrieben werden kann, da der Vertrauensgeber dem Vertrauensnehmer die Kontrolle über Ressourcen oder Ereignisse überlässt.<sup>282</sup> Über diese Ressourcen oder Ereignisse kann der Vertrauensnehmer entweder zum Nutzen oder aber zum Schaden des Vertrauensgebers verfügen, so dass sich die letztgenannte Partei in eine Position der Verwundbarkeit begibt. Dieser Vertrauenseinsatz des Vertrauensgebers, der grundsätzlich von materieller oder immaterieller Natur sein kann, stellt ein konstitutives Merkmal einer Vertrauenssituation dar. Hierbei ist es wesentlich, dass der Vertrauenseinsatz für den Vertrauensgeber einen bestimmten Wert hat und die Übertragung der Verfügungsgewalt über diesen an den Vertrauensnehmer ein Risiko darstellt.<sup>283</sup>

Im vorliegenden Fall handelt es sich bei der riskanten Vorleistung um ein spezifisches Investitionsobjekt, nämlich den Kauf einer Aktie. Der Vertrauenseinsatz wird hierbei durch den Aktienkurs bzw. die Investitionssumme repräsentiert. Die Werthaltigkeit des Vertrauenseinsatzes für den Vertrauensgeber bzw. Investor ist entsprechend dadurch gegeben, dass mit der Vertrauensentscheidung auch die Möglichkeit des totalen Verlusts der Investition verbunden sein kann. Die Verfügungsgewalt, welche ein weiteres Merkmal einer Vertrauenssituation darstellt, bezieht sich im Rahmen der vorliegenden Analyse nicht auf die tatsächliche Herrschaft über eine Sache im juristischen Sinne, sondern ist vielmehr als Abhängigkeit von der Leistungsfähigkeit und -bereitschaft eines Unternehmens zu verstehen.<sup>284</sup>

---

<sup>282</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 27 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 85; MÖLLER, H. (2012), S. 24.

<sup>283</sup> Vgl. SCHOTTLAENDER, R. (1957), S. 30; RIPPERGER, T. (2003), S. 85.

<sup>284</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 85; MEIER, B. (2005), S. 1 f.

Für die weitergehende Analyse der Bedeutung von Vertrauen im Rahmen eines spezifischen Investitionsprozesses ist der Blick zunächst auf das Investitionsobjekt bzw. das Produkt „Aktie“<sup>285</sup> und dessen Eigenschaften zu richten. Auf diese Weise soll ein grundlegendes Verständnis für den Entscheidungsprozess des potenziellen Investors geschaffen werden.<sup>286</sup>

Grundsätzlich ist die Entscheidung für eine Geldanlage mehr als nur die Handlung, mit welcher der Kauf vollzogen wird. Die Kaufentscheidung wird vielmehr durch einen komplexen Prozess charakterisiert, der sich über drei Phasen erstreckt: die Vorkaufsphase, die Kaufphase sowie die Nachkaufphase.<sup>287</sup> Hierbei stellt die Kaufentscheidung das Ergebnis eines Abwägungsprozesses dar, in dem die wahrgenommenen Vor- und Nachteile des Betrachtungsobjekts vor dem Hintergrund der Nutzenmaximierung verglichen werden.<sup>288</sup> In diesem Zusammenhang ist besonders zu berücksichtigen, dass reale Kaufentscheidungen infolge ihrer Zukunftsorientierung nahezu immer von hoher Unsicherheit geprägt sind, was vor allem auch für die Aktienkaufentscheidung gilt.<sup>289</sup>

In Bezug auf die Eigenschaften der Aktie kann auf das in der betriebswirtschaftlichen Literatur vielbeachtete Modell der informationsökonomischen Gütereigenschaften zurückgegriffen werden. Das in der Informationsökonomie entwickelte Modell teilt Produkte bzw. Güter anhand ihrer Such-, Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften ein.<sup>290</sup> Die Einteilung erfolgt hierbei auf Basis der Kosten und der Möglichkeiten der Informationsbeschaffung im Hinblick auf Qualitätsmerkmale im Kaufprozess.<sup>291</sup> Nach NELSON ist die Qualität von Suchgütern im Vorfeld des Kaufs gut feststellbar, da die Beschaffung entsprechender Informationen nur geringe Kosten verursacht. Die Qualität von Erfahrungsgütern hingegen kann zwar zu vertretbaren Kosten fest-

---

<sup>285</sup> Der Investor erwirbt durch den Kauf einer Aktie einen Anteil am Aktienkapital. Somit ist der Investor Miteigentümer des Aktien emittierenden Unternehmens mit den sich hieraus ergebenden Rechten und Pflichten. Als Miteigentümer wird der Investor am wirtschaftlichen Gewinn des Unternehmens (in Form von Dividendenzahlungen), aber auch an den Risiken beteiligt. Vgl. zum Produkt „Aktie“ weiterführend u. a. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015); GÖTTE, R. (2001). Da im Rahmen der vorliegenden Arbeit Investitionsentscheidungen professioneller Investoren untersucht werden, die im Auftrag eines Vermögensverwalters (Asset Manager) handeln, gehen die beschriebenen Rechte und Pflichten entsprechend auf die Vermögensverwaltungsgesellschaft über. Hierbei wird bspw. die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen oftmals auch von externen Dienstleistern übernommen. Vgl. hierzu auch JACOB, M. (2012), S. 23.

<sup>286</sup> Vgl. TOMCZAK, T./COPPETTI, C. (2006), S. 275.

<sup>287</sup> Vgl. WESENER, T. A. (2006), S. 68.

<sup>288</sup> Vgl. BALDERJAHN, I./SCHOLDERER, J. (2007), S. 19 f.

<sup>289</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 49; SCHÖNBORN, T. (2005), S. 3.

<sup>290</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 43; KOLLMANN, T./KUCKERTZ, A. (2009), S. 54 f.

<sup>291</sup> Vgl. MENGEN, A. (1993), S. 128; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 43.

gestellt werden. Allerdings ist die Feststellung erst nach dem Kauf bzw. dem Ge- und Verbrauch des Guts möglich.<sup>292</sup> Die dritte Kategorie der Vertrauensgüter geht auf DARBY/KARNI zurück, die das Modell von NELSON erweitert haben. Im Unterschied zu den bisher genannten Kategorien können bei einem Vertrauensgut weder vor noch nach dem Kauf Aussagen über dessen Qualität getroffen werden.<sup>293</sup> Grundsätzlich wäre eine Qualitätskontrolle in bestimmten Fällen möglich, diese wäre allerdings mit enorm hohen Kosten verbunden. Deshalb würde ein Käufer im Falle des Vertrauensguts auf entsprechende Maßnahmen verzichten.<sup>294</sup> So muss der Käufer darauf vertrauen, dass das Gut auch tatsächlich über die versprochenen Eigenschaften verfügt.<sup>295</sup> In Bezug auf reale Kaufprozesse ist jedoch anzuführen, dass die interessierenden Güter nicht nur jeweils eine der beschriebenen Eigenschaften besitzen. Vielmehr bestehen die Güter aus einer Kombination der genannten Eigenschaften, so dass sie über produktspezifische Schwerpunkte verfügen.<sup>296</sup>

Dieser Sachverhalt gilt ebenfalls für den Aktienkauf. Obwohl die informationsökonomische Fachliteratur vor allem Käufe von Konsumenten analysiert, ist das Modell der informationsökonomischen Gütereigenschaften dennoch auf den Aktienkauf übertragbar. Auch die Investition in ein Unternehmen in Form des Aktienkaufs kann als Kauf eines Guts angesehen werden, „nur eben mit dem Ziel der Erwirtschaftung einer Rendite und nicht mit dem Ziel der Konsumption“<sup>297</sup>. Dementsprechend erwerben Investoren Renditepotenzial, wenn sie sich durch den Aktienkauf an einem Unternehmen beteiligen.<sup>298</sup>

Wie anhand der nachstehenden Abbildung zu erkennen ist, sind Such- und Erfahrungseigenschaften auch beim Aktienkauf von Bedeutung. Der produktspezifische Schwerpunkt ist jedoch im Bereich der Vertrauenseigenschaften zu sehen, da sich zum einen die Rendite einer Aktie – als wichtigste Produkteigenschaft – ex ante nur schwer durch Sucheigenschaften, also Eigenschaften, die vor dem Kauf inspiziert werden können, feststellen lässt. Zum anderen kann die

---

<sup>292</sup> Vgl. NELSON, P. (1970), S. 312; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 43.

<sup>293</sup> Vgl. DARBY, M. R./KARNI, E. (1973), S. 68 f.; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 43.

<sup>294</sup> Vgl. MENGEN, A. (1993), S. 130; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 43.

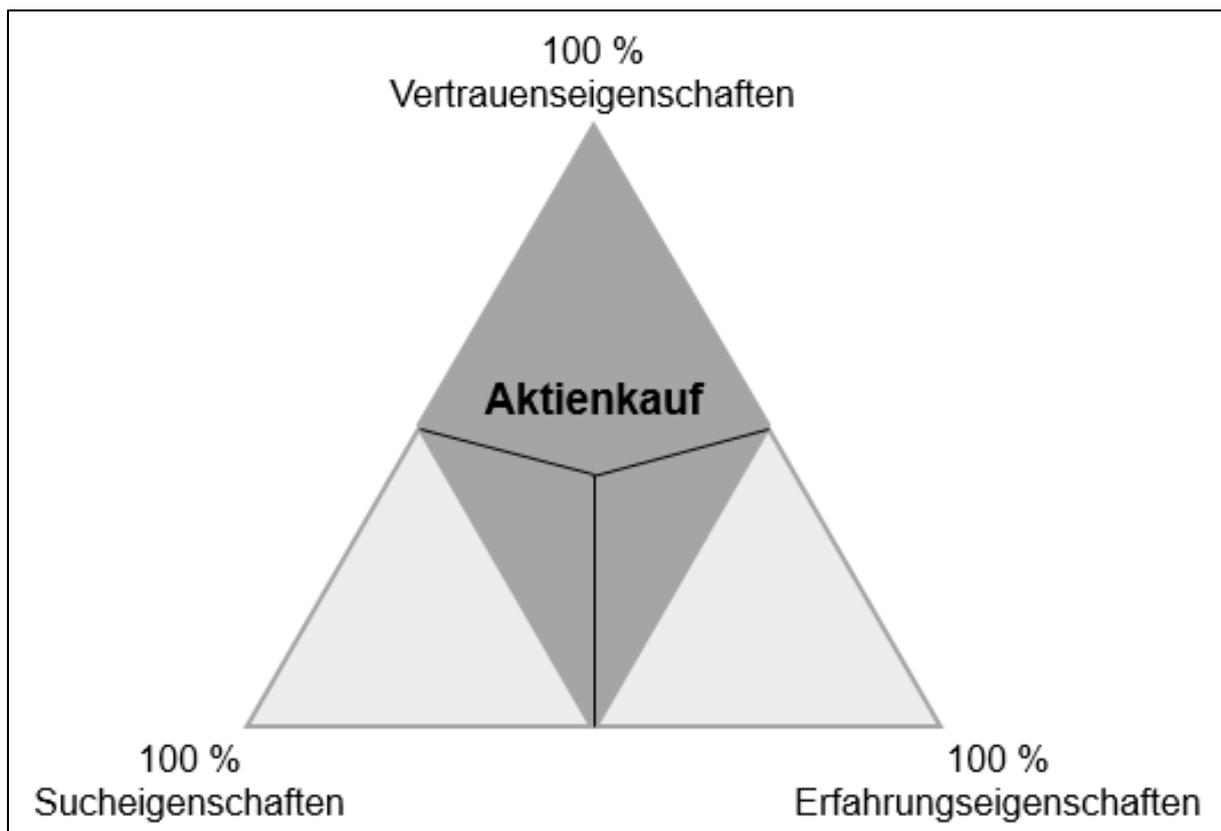
<sup>295</sup> Vgl. BAUER, H. H. (1991), S. 235 f.

<sup>296</sup> Vgl. KUß, A./TOMCZAK, T. (2007), S. 110. Somit ist die Gliederung in Such-, Erfahrungs- und Vertrauensgüter eher als ein Hinweis auf die dominierende Produkteigenschaft zu verstehen. Um den Aktienkaufprozess im Zusammenhang mit Vertrauen theoretisch erfassen zu können, wird dennoch auf diese Form der Gliederung zurückgegriffen. Vgl. hierzu auch MENGEN, A. (1993), S. 130; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 43.

<sup>297</sup> KOLLMANN, T./KUCKERTZ, A. (2009), S. 64.

<sup>298</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 44; KOLLMANN, T./KUCKERTZ, A. (2009), S. 64.

zukünftige Rendite der Aktie nach der Kaufhandlung nur ungenügend auf Basis von Erfahrungen der Vergangenheit ermittelt werden. Dementsprechend kommt leistungsübergreifenden Informationssubstituten beim Aktienkauf eine besondere Rolle zu, da sie beim möglichen Investor zu einem Vertrauensvorsprung führen und somit eine Reduktion von Unsicherheit bewirken.<sup>299</sup> So ersetzt Vertrauen Kenntnisse über Güter durch Kenntnisse über Organisationen oder Akteure, wobei der Vertrauensbedarf mit zunehmendem Grad der Individualität und Komplexität der Leistung steigt.<sup>300</sup>



**Abbildung 4: Aktienkauf im informationsökonomischen Dreieck.**<sup>301</sup>

Für die vorliegende Arbeit wird daher die nachstehende Arbeitsdefinition für die Gütereigenschaft einer Aktie festgelegt: „Die Aktie ist ein Vertrauensgut, deren Leistung (in Form der Rendite) erst in der Zukunft bewertet werden kann.“<sup>302</sup> Somit vertraut der Aktieninvestor darauf, dass das jeweilige Unternehmen in der Zukunft Gewinne erzielt und er durch Dividenden

<sup>299</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 44. Wird eine direkte Information über eine Leistungseigenschaft durch einen indirekten Schluss von einem Indikator auf die entsprechende Eigenschaft ersetzt, wird dies als Informationssubstitut bezeichnet. Um die Qualität von Eigenschaften, die vor dem Kauf kaum oder überhaupt nicht prognostizierbar sind, beurteilen zu können, setzen Nachfrager auf Leistungssignale. Vgl. SCHÖNBORN, T. (2005), S. 123.

<sup>300</sup> Vgl. SCHULZ, W. (2008), S. 143; ZANGER, C./DECKOW, F. (2006), S. 40.

<sup>301</sup> Vgl. TOMCZAK, T./COPPETTI, C. (2006), S. 278; WEIBER, R./ADLER, J. (1995), S. 61.

<sup>302</sup> TOMCZAK, T./COPPETTI, C. (2006), S. 276.

und Kurssteigerungen an der positiven Entwicklung des Unternehmens partizipieren kann.<sup>303</sup> Hierbei wird deutlich, dass Aktien eine parallele zu Kontraktgütern aufweisen, da der Investor vor der Transaktion lediglich ein Leistungsversprechen vom Unternehmensmanagement erhält. Nach der Transaktion kann das Unternehmensmanagement sein Verhalten ändern und auf diese Weise die Profitabilität des Investments negativ beeinflussen.<sup>304</sup> So ergänzt die Unsicherheit bzgl. des Verhaltens des Transaktionspartners die zuvor beschriebene Qualitätsunsicherheit.<sup>305</sup>

Abgesehen von den Gütereigenschaften, können Käufe grundsätzlich auch anhand der Informationsverarbeitung kategorisiert werden. Hierbei stellt die Informationsverarbeitung ein Kontinuum dar, dessen Extremwerte der Impulskauf und der Involvementkauf sind. Bei einem Involvementkauf handelt es sich um eine risikoreiche Kaufentscheidung, wie z. B. einen Aktienkauf. Eine derartige Kaufentscheidung kann aus einem quantitativen und einem qualitativen Blickwinkel betrachtet werden. Die quantitative Perspektive unterstellt, dass der Käufer alle relevanten Informationen in seine Entscheidung einbezieht. Aus qualitativer Sicht erfolgt die Entscheidung hingegen mit Hilfe von bestimmten Entscheidungsregeln.<sup>306</sup> Die für die Entscheidung im Rahmen eines Involvementkaufs maßgebenden Prozesse sind hierbei emotionaler und kognitiver Natur und betreffen die Aktivierung und ihre Interpretation bzw. die Steuerung der Kaufentscheidung. Reaktive Prozesse, also die automatische Reaktion auf Handlungssituationen, werden im Rahmen des Involvementkaufs nur in geringem Maße betrachtet.<sup>307</sup>

Aktien stellen grundsätzlich eine risikoreiche Anlageform dar, da der Aktionär als Miteigentümer nicht nur an der positiven, sondern auch an der negativen Entwicklung des Unternehmens beteiligt ist und somit durch sein Engagement einen finanziellen Schaden – bis hin zum Totalverlust – erleiden kann.<sup>308</sup> Das hohe Risiko, welches mit der Investition in Aktien verbunden ist, bedingt also auch ein hohes Produktinvolvement, was wiederum zu einem gesteigerten Bedarf an vertrauenswürdigen Informationen führt.<sup>309</sup> Nach WALGENBACH beschränkt sich daher eine ökonomische Tauschbeziehung zwischen zwei Akteuren nicht allein auf den bloßen Akt des Leistungstauschs. Vielmehr ist die Transaktion sozial eingebettet, so dass „weitere, d. h.

---

<sup>303</sup> Vgl. MEIER, B. (2005), S. 1; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 45.

<sup>304</sup> Vgl. ALCHIAN, A. A./WOODWARD, S. (1988), S. 66.

<sup>305</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 45.

<sup>306</sup> Vgl. TROMMSDORFF, V./TEICHERT, T. (2011), S. 292 f.; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 45.

<sup>307</sup> Vgl. KROEBER-RIEL, W./GRÖPPEL-KLEIN, A. (2013), S. 461.

<sup>308</sup> Vgl. LINDMAYER, K. H. (2009), S. 87.

<sup>309</sup> Vgl. KROEBER-RIEL, W./GRÖPPEL-KLEIN, A. (2013), S. 484 f.; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 46; ESCH, F.-R./RUTENBERG, J. (2006), S. 199.

über den Akt des Tausches hinausgehende und nicht in Verträgen zu spezifizierende soziale Verhaltenserwartungen<sup>310</sup> in Betracht gezogen werden müssen.<sup>311</sup>

Insgesamt ist festzustellen, dass die riskante Vorleistung in Gestalt des Aktienkaufs für den Vertrauensgeber bzw. den Investor ein einseitiges Abhängigkeitsverhältnis begründet. So kann der Vertrauensnehmer bzw. das Aktien emittierende Unternehmen das in seine Leistungsfähigkeit und -bereitschaft gesetzte Vertrauen enttäuschen und dem Investor im Hinblick auf die erwartete Rendite einen Schaden zufügen. Schlimmstenfalls droht dem Investor sogar der Totalverlust seines eingesetzten Kapitals, so dass die Vertrauensinvestition grundsätzlich irreversibel ist. Die riskante Vorleistung in Form des Aktienkaufs stellt somit eine spezifische Investition dar, welche auf freiwilliger Basis und ohne explizite Sicherungsmaßnahmen bzgl. des Verhaltens des Unternehmens erfolgt.<sup>312</sup>

### 3.1.1.2 Typologisierung des Investors als Vertrauensgeber

Im vorhergehenden Abschnitt wurde die Aktie als Vertrauensgut beschrieben. Nunmehr ist auch der Investor als derjenige, der die Aktienkaufentscheidung treffen soll, zu charakterisieren und von den anderen Marktteilnehmern abzugrenzen. Hierbei können die Kapitalmarktteilnehmer nach FERBER grundsätzlich in drei Gruppen unterteilt werden, nämlich in Finanz- bzw. Informationsintermediäre, Investoren und Wertpapiere emittierende Unternehmen.<sup>313</sup> Die nachstehende Abbildung zeigt eine Übersicht der genannten Gruppen, wobei die Gruppe der Unternehmen bzw. Emittenten als Vertrauensnehmer im folgenden Abschnitt näher beleuchtet wird.

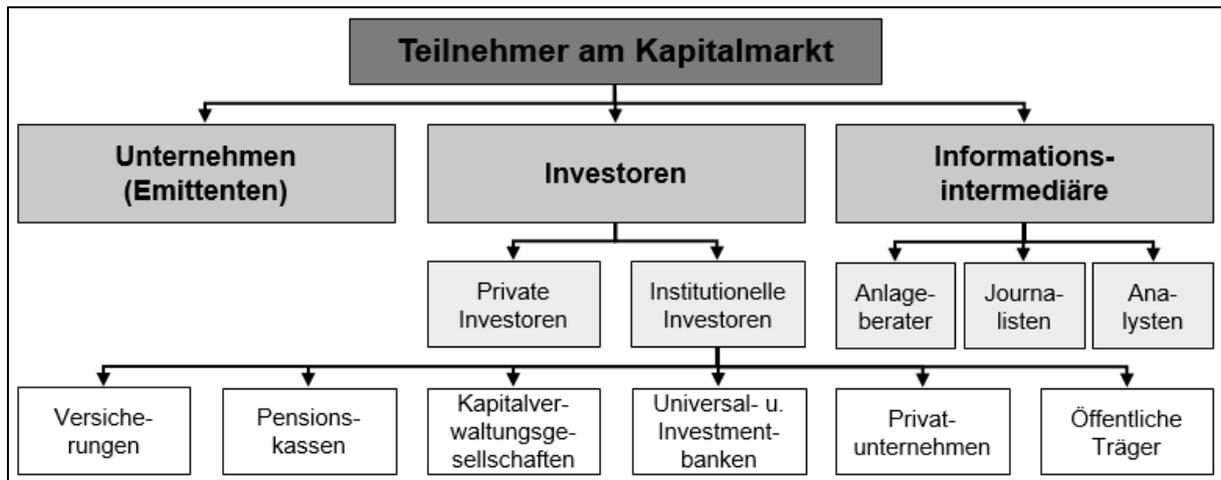
---

<sup>310</sup> WALGENBACH, P. (2006), S. 18.

<sup>311</sup> Vgl. WALGENBACH, P. (2006), S. 18; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 46.

<sup>312</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 85 f.

<sup>313</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 37.



**Abbildung 5: Kapitalmarktteilnehmer.**<sup>314</sup>

Die beschriebene Charakterisierung und Abgrenzung wird im Folgenden anhand der Aktivitäten und Ziele der jeweiligen Kapitalmarktteilnehmer vorgenommen. Da im vorliegenden Fall über den möglichen Kauf einer Aktie entschieden werden soll, beziehen sich die Ausführungen auf den Aktienmarkt als relevanten Teilmarkt des Kapitalmarkts.<sup>315</sup>

Das oberste Ziel der Investoren ist grundsätzlich die Vermögenssteigerung. So möchten Investoren Gewinne erwirtschaften, wobei das hiermit verbundene Risiko möglichst gering gehalten werden soll. Um das beschriebene Ziel zu erreichen, sind Investoren sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarktaktiv, indem sie Käufe und Verkäufe von Wertpapieren tätigen.<sup>316</sup> Hierbei kommt insbesondere dem Sekundärmarkt eine wichtige Rolle zu, da Aktien als Güter ohne natürlichen Marktaustritt nach ihrem Erwerb auf dem Primärmarkt sonst nur schwer von den Investoren wieder veräußert werden könnten.<sup>317</sup> Durch die Option der Veräußerung wird der Kreis der am Primärmarkt auftretenden Akteure erweitert, was den Emittenten wiederum die Durchführung weiterer Kapitalmaßnahmen garantiert. In diesem Zusammenhang wird auch von der Rückwirkung des Sekundärmarkts auf den Primärmarkt gesprochen.<sup>318</sup> Der beschriebenen Bedeutung des Sekundärmarkts als Garant der Marktliquidität soll auch im Rahmen der

<sup>314</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 37; Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2001), S. 283.

<sup>315</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 37 f.

<sup>316</sup> Der Primärmarkt ist der Markt für die erstmalige Platzierung (Emission) von Wertpapieren. Auf diesem Markt treten Wertpapieremittenten als Verkäufer und Investoren als Käufer auf. Diesen Parteien sind in den meisten Fällen Kreditinstitute zwischengeschaltet, welche die Koordination von Angebot und Nachfrage übernehmen. Auf dem Sekundärmarkt findet hingegen der Handel von bereits emittierten Wertpapieren statt. Vgl. hierzu weiterführend PERRIDON, L./STEINER, M./RATHGEBER, A. W. (2016), S. 184; BECKER, H. P./PEPPMEIER, A. (2018), S. 127 f.

<sup>317</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 38 f.

<sup>318</sup> Vgl. FRANKE, G./HAX, H. (2009), S. 56.

vorliegenden Arbeit Rechnung getragen werden, so dass der Kauf einer Aktie über den Sekundärmarkt Gegenstand der Analyse ist.<sup>319</sup> Ebenso Gegenstand der Untersuchung sind institutionelle Investoren. Daher soll diese Investorengruppe nachstehend vorgestellt werden.

Zunächst lässt sich die Gruppe der Investoren anhand ihres Organisationsgrads bzw. ihres rechtlichen Status in zwei Kategorien gliedern: Private Investoren auf der einen und institutionelle Investoren auf der anderen Seite. Die Gruppe der privaten Investoren beinhaltet vor allem natürliche Personen. Im Gegensatz dazu handelt es sich bei institutionellen Investoren um juristische Personen.<sup>320</sup> Nach BLOMMESTEIN sind diese institutionellen Investoren „financial intermediaries that pool the funds of market participants and use those funds to buy a portfolio of financial assets“<sup>321</sup>. Die Gruppe der institutionellen Investoren kann weiterhin in Pensionskassen, Versicherungen und Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs) bzw. Investmentgesellschaften unterteilt werden.<sup>322</sup> Zudem zählen auch öffentliche bzw. staatliche Stellen, Industrieunternehmen sowie Universal- und Investmentbanken zur Gruppe der institutionellen Investoren.<sup>323</sup>

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, die Erwartungen und Einstellungen institutioneller Investoren zu analysieren. In diesem Zusammenhang stehen die beiden Gruppen der Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) und der Universalbanken im Fokus der Analyse, da beide Institutionen als Vermögensverwalter tätig sind.<sup>324</sup> Obwohl sich die geschäftlichen Aktivitäten von Banken als Vermögensverwalter – im Gegensatz zu KVGs – ausschließlich auf die Verwaltung individueller und nicht auch auf die Verwaltung kollektiver Vermögen bezieht, können die beiden Institutionen dennoch einer gemeinsamen Analyse unterzogen werden.<sup>325</sup> Dies ist

---

<sup>319</sup> Vgl. GANTENBEIN, P./SPREMAN, K. (2014), S. 23; PERRIDON, L./STEINER, M./RATHGEBER, A. W. (2016), S. 184.

<sup>320</sup> Vgl. OEHLER, A. (1995), S. 5; FERBER, M. (2004), S. 39; KAISER, J. (1990), S. 129.

<sup>321</sup> BLOMMESTEIN, H. J. (1998), S. 38.

<sup>322</sup> Vgl. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2001), S. 39; FERBER, M. (2004), S. 39.

<sup>323</sup> Vgl. KAISER, J. (1990), S. 13; FERBER, M. (2004), S. 39. Für die Betrachtung von Banken als institutionelle Investoren wird im vorliegenden Fall das europäische Universalbankensystem zugrunde gelegt. Vgl. TOLKMITT, V. (2007), S. 19.

<sup>324</sup> Als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) wird ein Unternehmen bezeichnet, dessen geschäftliche Tätigkeit auf die Verwaltung von Fonds und auf die im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) normierten Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Fondsgeschäft gerichtet ist (§ 17 (1) KAGB). Dementsprechend dürfen KVGs keine allgemeinen Bankgeschäfte betreiben, was bspw. die Ausgabe von Krediten oder die Entgegennahme von Spareinlagen betrifft. Bei den hier betrachteten Universalbanken handelt es sich um Unternehmen im Sinne des Kreditwesengesetz (KWG), die über eine breit angelegte Geschäftsstruktur verfügen. So bieten diese Banken innerhalb ihrer Konzernstrukturen auch eine Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 (1a) S. 2 Nr. 3 KWG an, welche die nachstehenden gesetzlichen Merkmale erfüllt: Verwaltung einzelner Vermögen, in Finanzinstrumente angelegt, für fremde Rechnung, mit Entscheidungsspielraum. Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2018); TOLKMITT, V. (2007), S. 19.

<sup>325</sup> Eine strikte Trennung der beiden Unternehmenskategorien erscheint – trotz rechtlicher Trennung gemäß § 1 KAGB für KVGs und § 1 KWG für Banken – mit Blick auf die realen Verhältnisse wenig sinnvoll. Zum

einerseits auf den Umstand zurückzuführen, dass keinerlei Mitwirkung des Endkunden erfolgt und das Vermögen folglich in technischer (Depotverwaltung) und wirtschaftlicher Hinsicht extern verwaltet wird, wobei das Ziel darin besteht, eine möglichst hohe Rendite nach dem Grundsatz der Risikostreuung zu erwirtschaften.<sup>326</sup> Andererseits ist der Umstand anzuführen, dass die mit der Anlageentscheidung verbundenen Prozesse nahezu identisch sind und sich somit eine Vielzahl von Gemeinsamkeiten zwischen den beiden Institutionen ergeben. Zunächst sind in diesem Zusammenhang die im Vergleich zu privaten Investoren deutlich höheren Anlagevolumina zu nennen. Weiterhin müssen beide Institutionen im Rahmen der Anlageentscheidung spezifisch ausgestaltete Anlagerichtlinien sowie gesetzliche Auflagen beachten. Dabei werden die Anlageentscheidungen häufig im Teamrahmen vorbereitet und im Anschluss einheitlich umgesetzt.

Um möglichst unabhängige Anlageentscheidungen treffen zu können, greifen die Institutionen vor allem auf das Research der eigenen Analysten (Buy-Side-Analysten) zurück. Somit entscheidet häufig sogar ein Team aus Buy-Side-Analysten und Portfoliomanagern über die Gestaltung des Portfolios im Rahmen der Anlagerichtlinien. Die sich hieraus ergebende Autarkie im Anlageverhalten lässt darauf schließen, dass ein direkter Kontakt zwischen institutionellen Investoren und Unternehmen von hoher Bedeutung für die Anlageentscheidung ist. Große Investoren legen viel Wert auf die im Rahmen von persönlichen Gesprächen mit dem Unternehmensmanagement gewonnenen Kenntnisse über das Investitionsobjekt, was eine weitere Gemeinsamkeit der betrachteten Institutionen darstellt.<sup>327</sup>

Die Informationsintermediäre bilden die dritte am Kapitalmarkt tätige Gruppe. Neben den zuvor beschriebenen Analysten gehören ihr auch Anlageberater und Journalisten an. Besonderes Charakteristikum der Informationsintermediäre ist, dass sie nur bedingt am Kauf sowie Verkauf von Wertpapieren beteiligt sind und somit indirekt in das Marktgeschehen eingreifen.<sup>328</sup> Die Aufgabe der Informationsintermediäre besteht vielmehr darin, private und institutionelle Investoren dabei zu unterstützen, auf Basis fundierter Informationen Investitionsentscheidungen zu

---

großen Teil handelt es sich bei KVGs um Tochtergesellschaften von Banken, die zwar über einen eigenständigen Marktauftritt verfügen. Allerdings findet eine sehr enge Kooperation statt, so dass die Grenzen zwischen den Unternehmenskategorien verschwimmen. Als Beispiel hierfür dient die Festlegung und Implementierung gemeinsamer strategischer Anlageansätze (sog. *CIO Views*). Vgl. hierzu bspw. RAAB, W. (2019), S. 17 u. S. 26 f.

<sup>326</sup> Vgl. JACOB, M. (2012), S. 14 f. u. S. 100; FOITZIK, R. (2003), S. 167 f.

<sup>327</sup> Vgl. ACHLEITNER, A.-K./BASSEN, A./FIESELER, C. (2008), S. 272 f.

<sup>328</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 41.

treffen.<sup>329</sup> Daher können Informationsintermediäre auch als Spezialisten im Sammeln, Auswerten und Kommunizieren von Informationen bezeichnet werden.<sup>330</sup>

### 3.1.2 Unternehmen als Vertrauensnehmer

Nachdem der Investor als Vertrauensgeber und Teilnehmer am Kapitalmarkt charakterisiert wurde, steht in diesem Abschnitt die zweite an der Vertrauensbeziehung beteiligte Partei, nämlich das Unternehmen als Vertrauensnehmer, im Mittelpunkt der Betrachtung. Hierbei handelt es sich – wie in obiger Abbildung dargestellt – um ein Unternehmen, welches durch die Emission von Aktien als Kapitalmarktteilnehmer gilt. Die Ausgabe von Aktien ist in Deutschland der Aktiengesellschaft (AG) und ihrem europäischen Pendant der *Societas Europaea* (SE) sowie der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) vorbehalten.<sup>331</sup> Die vorliegende Analyse bezieht sich jedoch auf Unternehmen der Rechtsform einer AG, da diese im deutschen Kapitalmarkt eine größere Verbreitung findet.<sup>332</sup>

Eine AG verfolgt mit der Ausgabe von Aktien das Ziel, Kapital für Investitionszwecke aufzunehmen. Zudem dient die Ausgabe von Aktien oftmals auch qualitativen Zielen. Als Beispiel hierfür ist die Erhöhung der strategischen Flexibilität im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen zu nennen. Somit ist die AG als Emittent vor allem am Primärmarkt aktiv. Auf dem Sekundärmarkt beschränken sich die Aktivitäten der AG auf Aktienrückkäufe und Käufe von Anteilen an anderen Unternehmen, sofern die Gesellschaft auch als Investor tätig ist.<sup>333</sup> Trotz der verhältnismäßig geringen Aktivität am Kapitalmarkt hat die AG Interesse daran, einen möglichst hohen Aktienkurs zu erreichen. Für das Ziel der Annäherung an einen maximalen Aktienkurs können mehrere Gründe angeführt werden. Zunächst führt ein maxima-

---

<sup>329</sup> Vgl. BRUNNBERG, D. (2018), S. 41; DIEHL, U. (2001), S. 401.

<sup>330</sup> Vgl. STANZEL, M. (2007), S. 14.

<sup>331</sup> Bei der *Societas Europaea* (SE), die auch als „Europa-AG“ bezeichnet wird, handelt es sich um eine supranationale Gesellschaftsform des Europäischen Rechts. Die Gesellschaft kann nach den Regeln der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE-VO) gegründet werden und stellt in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) sowie im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) anwendbares Recht dar. Die Einführung der SE ist auf die Bestrebungen zur Harmonisierung des Europäischen Gesellschaftsrechts zurückzuführen. Sie bietet bspw. den Vorteil, Umstrukturierungen und Expansionen vornehmen zu können, ohne hierfür ausländische Tochtergesellschaften gründen zu müssen. Vgl. weiterführend BINDER, U./JÜNEMANN, M./MERZ, F./SINEWE, P. (2007); SCHIERENBECK, H./WÖHLE, C. B. (2016).

<sup>332</sup> Aufgrund der rechtlich engen Verbindung zwischen SE und AG, kann die vorliegende Studie grundsätzlich auch auf Unternehmen der erstgenannten Gesellschaftsform übertragen werden. Vgl. hierzu auch SCHAPER, M. (2018). Zur Verbreitung der Gesellschaftsformen vgl. Deutsche Börse AG (2019).

<sup>333</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 38.

ler Aktienkurs aus finanzwirtschaftlicher Sicht zu einer höheren Planungssicherheit bei gleichzeitig sinkenden Kapitalkosten für zusätzliches Eigenkapital. Aus strategischer Sicht ist ein möglichst hoher Aktienkurs ebenfalls von Vorteil, da er den finanziellen Handlungsspielraum der AG erweitert und das Risiko einer Übernahme minimiert.<sup>334</sup>

Um das beschriebene Ziel des möglichst maximalen Aktienkurses zu erreichen, betreibt die AG ein entsprechendes Aktienmarketing.<sup>335</sup> Auf diese Weise sollen die Erwartungen des Kapitalmarkts bzgl. der künftigen Zahlungsströme und des künftigen Handelns des Unternehmens positiv beeinflusst werden.<sup>336</sup> Gelingt es dem Unternehmen durch seine Kapitalmarktkommunikation bzw. durch sein Kommunikationsinstrument „Aktie“ ein entsprechendes Interesse bei den Marktteilnehmern zu wecken, kann dies eine Steigerung des Aktienkurses zur Folge haben. Kritisch zu betrachten ist diese Situation, wenn das Unternehmen die geweckten Erwartungen – verstärkt durch einen in der Zwischenzeit möglicherweise gestiegenen Aktienkurs – langfristig nicht erfüllen kann. In diesem Fall würde das Unternehmen das von den Investoren entgegengebrachte Vertrauen enttäuschen.<sup>337</sup>

Neben der langfristigen Enttäuschung des Investorenvertrauens wäre auch eine Konstellation denkbar, in der sich das Unternehmen für ein kurzfristig opportunistisches Verhalten entscheidet. So könnte das Unternehmen bspw. kurz vor der Ausgabe neuer Aktien ebenfalls bestrebt sein, die Erwartungsbildung der Kapitalmarktteilnehmer mit Unterstützung seiner Kapitalmarktkommunikation in Richtung eines unbegründet hohen Aktienkurses zu beeinflussen.<sup>338</sup>

Im Gegensatz zu den beschriebenen Konstellationen würde sich das Unternehmen vertrauenswürdig verhalten, wenn es den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer im Hinblick auf die langfristige finanzielle Entwicklung und die prognostizierten Zahlungsströme gerecht wird bzw. den Kapitalmarktteilnehmern ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt. Um seine Vertrauenswürdigkeit zu unterstreichen, könnte das Unternehmen bspw.

---

<sup>334</sup> Vgl. SCHULZ, M. (1999), S. 86 f.; LINK, R. (1991), S. 134 f.; FERBER, M. (2004), S. 38; HAHN, D. (1999), S. 4. Im Zusammenhang mit der Annäherung an einen möglichst hohen Aktienkurs wird auch von der Finanzierungsfunktion des Aktienkurses gesprochen. Vgl. hierzu MÜLLER, H. (2007), S. 154.

<sup>335</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 38. Neben dem Aktienmarketing und dem hiermit verbundenen Faktor Vertrauen beeinflussen selbstverständlich noch viele weitere Faktoren die Aktienkursbildung. Vgl. hierzu KIRCHHOFF, K. R. (2009), S. 45 f.

<sup>336</sup> Vgl. HÜLSBÖMER, A. (2003), S. 27 f.

<sup>337</sup> Vgl. MÜLLER, H. (2007), S. 153 f.; SEPPELFRICKE, P. (2005), S. 231 f.

<sup>338</sup> Vgl. MÜLLER, H. (2007), S. 154.

die Erwartungen des Kapitalmarkts dämpfen, sobald es Kenntnis davon erlangt, dass diese nicht erfüllt werden können.<sup>339</sup>

Ob das Unternehmen letztlich als vertrauenswürdig wahrgenommen wird, hängt jedoch auch vom Verhalten der im Unternehmensmanagement eingebundenen Personen ab. Dieses Verhalten wird wiederum von den persönlichen Einstellungen und Motiven der Akteure beeinflusst. So könnten die individuellen Einstellungen und Motive dazu führen, dass die Mitglieder des Unternehmensmanagements die im Zuge der Prinzipal-Agenten-Problematik entstehenden Handlungsspielräume ausnutzen, um auf Kosten des Unternehmenserfolgs den eigenen Nutzen zu steigern.<sup>340</sup> Kann ein derart opportunistisches Verhalten nicht durch institutionelle Regelungen, wie z. B. vertragliche Vereinbarungen oder gesetzliche Rahmenbedingungen<sup>341</sup>, verhindert werden, kommt es u. U. zu einem erheblichen Vertrauensverlust im Hinblick auf die Fähigkeit des Unternehmens, geeignete Überwachungsmaßnahmen zu implementieren. Das Vertrauen der Investoren richtet sich hierbei zum einen auf diejenigen Akteure, die Überwachungsfunktionen übernehmen. Zum anderen bezieht sich das Vertrauen auf das Unternehmensmanagement, da es das gesamte unternehmerische Handeln prägt bzw. verantwortet, wodurch letztlich auch die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer bzgl. des künftigen Unternehmenserfolgs beeinflusst werden.<sup>342</sup>

## **3.2 Notwendigkeit von Vertrauen für den Investor als Vertrauensgeber**

### **3.2.1 Vertrauen als Entscheidung unter Risiko**

Die vorangegangenen Ausführungen charakterisierten die an der Vertrauensbeziehung beteiligten Parteien, nämlich den Investor als Vertrauensgeber und das Unternehmen als Vertrauensnehmer. Wie der Investor letztlich zur Überzeugung gelangt, dem Unternehmen zu vertrauen oder nicht zu vertrauen und welche Konsequenzen mit dieser Entscheidung verbunden sein

---

<sup>339</sup> Vgl. ACHLEITNER, A.-K./BASSEN, A./PIETZSCH, L./WICHELS, D. (2002), S. 38 f.; HÄCKER, M./UNSER, M./WAGNER, W. (2001), S. 676 f.; MÜLLER, H. (2007), S. 154.

<sup>340</sup> Für eine ausführlichere Beschreibung der Prinzipal-Agenten-Problematik vgl. Abschnitt 2.3.2.

<sup>341</sup> Bspw. gibt das Aktiengesetz (AktG) einen ungefähren Rahmen für das Vorstandshandeln, die grundlegende Organisation des Unternehmens oder bestimmte Verhaltensrichtlinien für die entsprechenden Akteure vor. Vgl. hierzu §§ 76-147 AktG.

<sup>342</sup> Vgl. MÜLLER, H. (2007), S. 157.

können, soll nachstehend erörtert werden. Als Erklärungsansatz wird hierbei auf die Entscheidungstheorie zurückgegriffen, die anhand der zur Verfügung stehenden Informationen zwischen Entscheidungen unter Sicherheit und Entscheidungen unter Unsicherheit differenziert.<sup>343</sup>

Wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit Vertrauen geschenkt so bedeutet das, dass ein Investor die Aktie eines Unternehmens kauft und hiermit eine Gewinnerwartung verknüpft. Die Erwartung eines Gewinns ist allerdings für den Investor mit einem gewissen Risiko verbunden, da aus dem Investment bspw. auch ein (teilweiser) Verlust resultieren kann. Dieser Risikoaspekt ist bei nahezu allen Konzeptualisierungen von Vertrauen zu finden.<sup>344</sup> So stellt bspw. LUHMANN, wie im zweiten Kapitel beschrieben, den Risikoaspekt heraus, indem er Vertrauen als eine riskante Vorleistung beschreibt, die der Stabilisierung unsicherer Erwartungen dient und zur Verringerung der hiermit verbundenen Komplexität menschlichen Handelns beiträgt.<sup>345</sup>

Ausschlaggebend für das Maß an Komplexität ist hierbei die Anzahl an möglichen Ereignissen, die im Rahmen einer Entscheidung zu beachten sind und der Grad ihrer Vernetzung untereinander.<sup>346</sup> Unter der Annahme der Existenz von Eintrittswahrscheinlichkeiten besteht in der Betriebswirtschaftslehre in diesem Zusammenhang oftmals die Auffassung, dass in der Unternehmenspraxis letztlich alle Entscheidungen unter Risiko getroffen werden. Dementsprechend sind manche Vertreter des Fachbereichs der Meinung, dass die Betriebswirtschaftslehre grundsätzlich als Theorie der Entscheidungen unter Risiko zu verstehen sei.<sup>347</sup>

Um Vertrauen als riskante Vorleistung und Mittel zur Reduktion von Komplexität interpretieren zu können, sollten zunächst die in der betriebswirtschaftlichen Entscheidungstheorie genannten Merkmale für Entscheidungssituationen beleuchtet werden. Die betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie unterscheidet hierbei grundsätzlich zwischen zwei idealtypischen Situationen.<sup>348</sup> Die erste dieser Situationen umfasst Entscheidungen unter Sicherheit. Bei einer Entscheidungssituation unter Sicherheit verfügt ein Akteur über einen vollständigen Informationsstand, so dass ihm die aus seinem Handeln resultierenden Konsequenzen bekannt sind. In dieser Situation existieren für den Akteur somit nur „sichere“ Handlungsalternativen.<sup>349</sup>

---

<sup>343</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 108.

<sup>344</sup> Vgl. SYDOW, J. (1998), S. 34 f.; STAEHLE, W. H. (1999), S. 410; MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 712; KLAUS, E. (2002), S. 108

<sup>345</sup> Vgl. GIDDENS, A. (1996), S. 114 f.; ZÜNDORF, L. (1987), S. 147 f.; LUHMANN, N. (2014), S. 27 f.; SCHOTTLAENDER, R. (1957), S. 30 f.; COLEMAN, J. S. (1990), S. 91.

<sup>346</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 109

<sup>347</sup> Vgl. BAMBERG, G./COENENBERG, A. G./KRAPP, M. (2012), S. 68 f.; KLAUS, E. (2002), S. 109; SCHNEIDER, D. (1974), S. 68 f.

<sup>348</sup> Vgl. LAUX, H./GILLENKIRCH, R. M./SCHENK-MATHES, H. Y. (2018), S. 35; STAEHLE, W. H. (1999), S. 533.

<sup>349</sup> Vgl. KLAUS, E. (2002), S. 109; LAUX, H./GILLENKIRCH, R. M./SCHENK-MATHES, H. Y. (2018), S. 35.

Handelt es sich um eine Entscheidungssituation unter Unsicherheit hält ein Akteur mindestens zwei Zustände für möglich. Von diesen beiden Zuständen wird genau ein Zustand eintreten, wobei nicht alle Alternativen als „unsicher“ gelten müssen. Vielmehr ist es möglich, dass ein Teil der Alternativen in jedem Zustand zum selben Ergebnis führt und das Ergebnis somit sicher ist. Die Literatur unterscheidet weiterhin zwei Grenzfälle der Unsicherheit, nämlich Unsicherheit im engeren Sinne und Risiko. Im erstgenannten Fall kann ein Akteur kein Wahrscheinlichkeitsurteil über möglicherweise eintretende Zustände fällen. So ist er lediglich dazu in der Lage anzugeben, welche Zustände grundsätzlich eintreten können bzw. für welche Zustände positive Eintrittswahrscheinlichkeiten vorliegen. Weitergehende Angaben über Wahrscheinlichkeiten kann der Akteur jedoch nicht machen.<sup>350</sup>

Im zweiten Fall, der Risikosituation, kann ein Akteur den denkbaren Zuständen hingegen subjektive oder objektive Eintrittswahrscheinlichkeiten zuordnen.<sup>351</sup> Handelt es sich im Rahmen einer Entscheidungssituation um objektive Unsicherheit, so verfügt ein Akteur über vollständige Informationen hinsichtlich der Wahrscheinlichkeitsverteilung. Somit unterliegt das Eintreten eines Ereignisses dem Zufall. Subjektive Unsicherheit im Zuge einer Entscheidungssituation resultiert hingegen aus unvollständigen Informationen über die Wahrscheinlichkeitsverteilung selbst. Diese Unsicherheit erwächst also aus der Möglichkeit eines Irrtums und dem Umstand, dass sich ein Akteur nicht klar darüber ist, ob seine Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses objektiv richtig ist. Hierbei nehmen Akteure die Unsicherheit der Umwelt jeweils unterschiedlich wahr, was auf individuell gesammelte Erfahrungen zurückzuführen ist. So ist es möglich, dass die subjektive Unsicherheit höher oder niedriger als die objektiv vorliegende Unsicherheit ausfällt.<sup>352</sup> Die Unterscheidung zwischen subjektiver und objektiver Unsicherheit soll anhand des nachstehenden Beispiels nochmals verdeutlicht werden:

In einer Urne befinden sich sieben weiße und drei rote Kugeln. Die Wahrscheinlichkeit eine spezielle Kugel zu ziehen ist für alle Kugeln in der Urne gleich. Das bedeutet, die (objektive) Wahrscheinlichkeit für das Ziehen einer roten Kugel liegt bei 30 %. Ein Informationsmangel liegt für diesen Sachverhalt offensichtlich nicht vor, obwohl das Eintreten des Ereignisses „Ziehen einer roten Kugel“ unsicher bleibt. Weiß ein Akteur jedoch nicht genau, wie viele rote Kugeln in der Urne vorhanden sind, ändert sich der Sachverhalt. Nunmehr ist sich der Akteur

---

<sup>350</sup> Vgl. LAUX, H./GILLENKIRCH, R. M./SCHENK-MATHES, H. Y. (2018), S. 35.

<sup>351</sup> Vgl. BAMBERG, G./COENENBERG, A. G./KRAPP, M. (2012), S. 19.

<sup>352</sup> Vgl. HOYOS, C. G. (1987), S. 50 f.; HOLZHEU, F. (1987), S. 16 f.; KLAUS, E. (2002), S. 110 f.; SCHRADER, S./RIGGS, W. M./SMITH, R. P. (1993), S. 75 f.

im Hinblick auf das Wahrscheinlichkeitsmaß selbst unsicher. Ist dies der Fall, so ist für das Bestehen der Unsicherheit nicht der Zufall ausschlaggebend, sondern die Möglichkeit des Irrtums.<sup>353</sup>

Eine Risikosituation ist jedoch nicht nur durch subjektive oder objektive Unsicherheit gekennzeichnet. Nach der Art der Ereignisse, auf die sich eine unsichere Erwartung bezieht, werden Risikosituationen ferner auch durch exogene oder endogene Unsicherheit charakterisiert. Hierbei tritt exogene Unsicherheit bei Ereignissen auf, die durch Faktoren außerhalb des direkten Einflussbereichs eines Akteurs ausgelöst werden. Diese exogenen Unsicherheitsfaktoren liegen prinzipiell jeder Handlungsentscheidung zugrunde.<sup>354</sup> Im Gegensatz hierzu resultiert endogene Unsicherheit aus Entscheidungen, die von Akteuren bspw. im Rahmen einer Transaktion getroffen werden. Somit ist endogene Unsicherheit für einen Akteur nur dann relevant, wenn er mit anderen Akteuren interagiert und die Handlungen dieser Akteure einen direkten oder indirekten Einfluss auf seinen eigenen Nutzen haben. Folglich liegt das in diesem Zusammenhang entstehende Unsicherheitsempfinden eines Akteurs darin begründet, dass er das Verhalten der anderen Akteure nicht mit Sicherheit vorhersehen kann. Grundsätzlich kann ein Akteur die Eintrittswahrscheinlichkeit für ein bestimmtes Verhalten seiner Interaktionspartner allerdings durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen beeinflussen. Eine derartige Möglichkeit der Einflussnahme steht dem Akteur beim Vorliegen von exogener Unsicherheit jedoch nicht zur Verfügung.<sup>355</sup>

Es lässt sich zusammenfassen, dass der Investor durch seine Entscheidung, einem bestimmten Unternehmen zu vertrauen und dessen Aktie zu kaufen, einen Teil der Kontrolle über das Ergebnis seiner (interaktiven) Handlung aufgibt.<sup>356</sup> Da der Investor nur über unvollständige Informationen verfügt, besteht hierbei grundsätzlich die Gefahr, dass der Interaktionspartner bzw. das Unternehmen diese Informationsasymmetrie zum Schaden des Investors ausnutzt. Durch die Möglichkeit des opportunistischen Verhaltens seines Gegenübers sieht sich der Investor im Rahmen seiner Vertrauensentscheidung wiederum mit einem Risiko konfrontiert. Dieses wahrgenommene Risiko kann als ein konstitutives Merkmal für das Vorhandensein einer Vertrauensbeziehung bezeichnet werden.<sup>357</sup>

---

<sup>353</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 15 f.; BOSSHARDT, C. (2001), S. 121.

<sup>354</sup> Vgl. LORBEER, A. (2003), S. 45 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 56; KLAUS, E. (2002), S. 111; BOSSHARDT, C. (2001), S. 121.

<sup>355</sup> Vgl. LORBEER, A. (2003), S. 46; RIPPERGER, T. (2003), S. 17.

<sup>356</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 15; PETERMANN, F. (2013), S. 13 f.

<sup>357</sup> Vgl. SPREMANN, K. (1990), S. 564 f.; LORBEER, A. (2003), S. 46 f.

Um derartige Entscheidungssituationen formalisieren und die Funktion von Vertrauen bei der Lösung des Kooperationsproblems zwischen Vertrauensgeber und Vertrauensnehmer analysieren zu können, wird in der Ökonomie vielfach auf den Rational Choice-Ansatz zurückgegriffen.<sup>358</sup> Die hiermit verbundenen Zusammenhänge werden im Folgenden erläutert.

### 3.2.2 Ökonomische Vertrauenstheorie und Rational Choice

#### 3.2.2.1 Grundannahmen des Rational Choice-Ansatzes

Bereits durch die Namensgebung lässt der Rational Choice-Ansatz auf seinen wesentlichen Erklärungsgegenstand schließen, nämlich die rationale Entscheidung eines Akteurs in einer bestimmten (sozialen) Situation.<sup>359</sup> In dieser bestimmten Entscheidungssituation versucht ein Akteur dann seine Präferenzen – trotz vorhandener Handlungsbeschränkungen – möglichst gut zu realisieren. Was „möglichst gut“ bedeutet, wie die Präferenzen des Akteurs gemessen werden und welche Ressourcen in diesem Zusammenhang Berücksichtigung finden, hängt vom jeweiligen Untersuchungsgegenstand ab. Dementsprechend existiert keine einheitliche Theorie des rationalen Handelns.<sup>360</sup> Vielmehr ist der Rational Choice-Ansatz ein Oberbegriff für verschiedene Varianten der Handlungstheorie, wie z. B. die Spieltheorie oder die Wert-Erwartungstheorie, die sich in ihren theoretischen Annahmen durchaus unterscheiden können.<sup>361</sup> Die nachstehenden Grundannahmen sind den verschiedenen Ausformungen der Rational Choice-Theorie jedoch gemein:

1. Der Akteur handelt unter der Maßgabe, dass die ihm zur Verfügung stehenden Ressourcen knapp sind. Deshalb muss der Akteur zwischen bestimmten Handlungsalternativen wählen.
2. Im Zuge der Handlungsentscheidung zieht der Akteur die Konsequenzen der verschiedenen Handlungsalternativen in Betracht und wägt diese gegeneinander ab.
3. Der Akteur entscheidet sich letztlich für diejenige Handlungsalternative, die den größten subjektiven Nutzen verspricht.
4. Die individuelle Präferenzordnung des Akteurs dient bei der Entscheidungsfindung als Wertmaßstab.<sup>362</sup>

<sup>358</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 62 f.

<sup>359</sup> Vgl. MIEBACH, B. (2014), S. 395.

<sup>360</sup> Vgl. DIEKMANN, A./VOSS, T. (2004), S. 14 f.

<sup>361</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 65.

<sup>362</sup> Zu den Grundannahmen der Rational Choice-Theorie vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 203 f.; OPP, K.-D. (1991), S. 106; KUNZ, V. (2004a), S. 35 f.

Im Mittelpunkt der Erklärung steht also das Individuum. Dementsprechend bildet der methodologische Individualismus die theoretische Klammer des Rational Choice-Ansatzes. Dieser forschungsleitenden Idee liegt zugrunde, dass eine Analyse und Erklärung kollektiver Phänomene, Prozesse oder Ereignisse auf der System- bzw. Makroebene nur durch Annahmen über das Handeln von Akteuren auf der unterhalb der Systemebene liegenden Mikroebene erfolgen kann.<sup>363</sup>

Dieses methodologische Bekenntnis zu mikrotheoretisch begründeten Erklärungen von Makrophänomenen sowie die genannten Grundannahmen bilden das gemeinsame Gerüst der Rational Choice-Erklärungsansätze. Den Grundannahmen entsprechend, handelt ein Akteur also motiviert, da sich seine Handlungen an bestimmten Zielen orientieren. Hierbei führt ein Akteur Handlungen auf Basis der Annahme aus, dass diese dazu geeignet sind, bestimmte Bedürfnisse bzw. Präferenzen befriedigen zu können. Da die Ressourcen in der Welt des Akteurs jedoch knapp sind, also z. B. materielle oder kognitive Ressourcen nicht zur Verfügung stehen oder der institutionelle Rahmen zu einer Beschränkung des Handlungsspielraums führt, können Handlungen nicht immer wie erwünscht durchgeführt werden. Somit sieht sich ein Akteur bei der individuellen Zielerreichung mit Restriktionen konfrontiert. Unter den gegebenen Restriktionen wählt ein Akteur dann diejenigen Handlungen aus, welche seine Ziele bzw. Präferenzen am besten erfüllen, was nach den Grundannahmen des Rational Choice-Ansatzes als nutzenmaximierendes Verhalten bezeichnet wird.<sup>364</sup>

Oftmals wird angenommen, dass sich der Nutzen eines Akteurs im Rahmen des Rational Choice-Ansatzes lediglich auf materielle Aspekte bezieht. Allerdings werden im Hinblick auf die beschriebenen Grundannahmen noch keine Einschränkung dahingehend vorgenommen, was als Nutzen im Sinne des Rational Choice-Ansatzes angesehen wird. Vielmehr handelt es sich um einen zunächst offenen Nutzenbegriff, der sowohl materielle als auch immaterielle Aspekte umfasst. Nach OPP müsste die Beschränkung des Nutzens auf rein materielle Aspekte, wie dies im Zusammenhang mit dem Modell des klassischen Homo Oeconomicus erfolgt, bereits als eine Form der Zusatzannahme betrachtet werden.<sup>365</sup> Somit liegt der vorliegenden Analyse kein inhaltlich festgelegter Rationalitätsbegriff zugrunde, sondern ein eher formelles Verständnis von Rationalität. Dementsprechend impliziert der Rationalitätsbegriff grundsätzlich,

---

<sup>363</sup> Vgl. PETERMANN, S. (2005), S. 65; GILLENBEN, C./MÜHLAU, P. (1994), S. 27; KUNZ, V. (2004a), S. 32. Für eine weiterführende Einordnung des methodologischen Individualismus in die ökonomische Theorie vgl. auch SCHUMPETER, J. A. (1998).

<sup>364</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 65 f.

<sup>365</sup> Vgl. OPP, K.-D. (1991), S. 105 f.; FRINGS, C. (2010), S. 66.

dass Akteure bzw. Investoren auf Basis ihrer Präferenzen und der situativ gegebenen Restriktionen entscheiden können, welche der Handlungsmöglichkeiten sie bevorzugen bzw. welchen Handlungsmöglichkeiten sie ambivalent gegenüberstehen. Zudem impliziert Rationalität im vorliegenden Fall, dass ein Akteur, der A gegenüber B und B wiederum gegenüber C vorzieht, auch A gegenüber C vorziehen sollte. Somit kann die Rationalitätsprämisse auch als eine Konsistenzprämisse bezeichnet werden.<sup>366</sup>

### 3.2.2.2 Struktur-individualistisches Erklärungsmodell

Im Rahmen der wirtschaftswissenschaftlichen Rational Choice-Forschung erfährt das Vertrauensphänomen als Analysekategorie seit mehr als zwei Jahrzehnten eine hohe Beachtung. Dieser Umstand ist vor allem auf die angenommene kooperationsfördernde Wirkung von Vertrauen zurückzuführen.<sup>367</sup> Vertrauen absorbiert die im Zuge einer Handlung empfundene Unsicherheit und stabilisiert die Erwartung eines Akteurs, dass dessen einseitig kooperative Handlung vom jeweiligen Transaktions- bzw. Interaktionspartner entsprechend kooperativ erwidert wird. Erweitert um eine Nutzenkomponente bestimmt diese Erwartung, ob sich ein Akteur kooperativ verhält.<sup>368</sup> So ist bspw. der US-amerikanische Ökonom ARROW der Auffassung, dass Vertrauen ein Schmiermittel für Kooperationen darstelle.<sup>369</sup>

Um das Zusammenspiel von Vertrauen und Kooperation theoretisch modellieren zu können, kommt in der Ökonomie (sowie in der Soziologie) oftmals das von COLEMAN entwickelte struktur-individualistische Erklärungsmodell zum Einsatz. Hierbei ist das struktur-individualistische Erklärungsmodell als metatheoretisches Instrument gut geeignet, um „die in Verbindung mit Vertrauen und Kooperation angebotene ökonomische Erklärung systematisch darzustellen“<sup>370 371</sup>.

<sup>366</sup> Vgl. EISENFÜHR, F./WEBER, M./LANGER, T. (2010), S. 7; FRINGS, C. (2010), S. 66.

<sup>367</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 68. An dieser Stelle erscheint es sinnvoll, den Begriff Kooperation nochmals grundlegend zu definieren. Unter Kooperation versteht man das strukturierte, also nicht zufällige, auf eine relative Dauer gerichtete und sich durch (zumindest temporär) gegenseitige Erwartungen (auf reziproker oder nicht-reziproker Basis) gründende koordinierte (und somit zielgerichtete) Wirken von Akteuren. Vgl. hierzu ENDREß, M. (2012), S. 87.

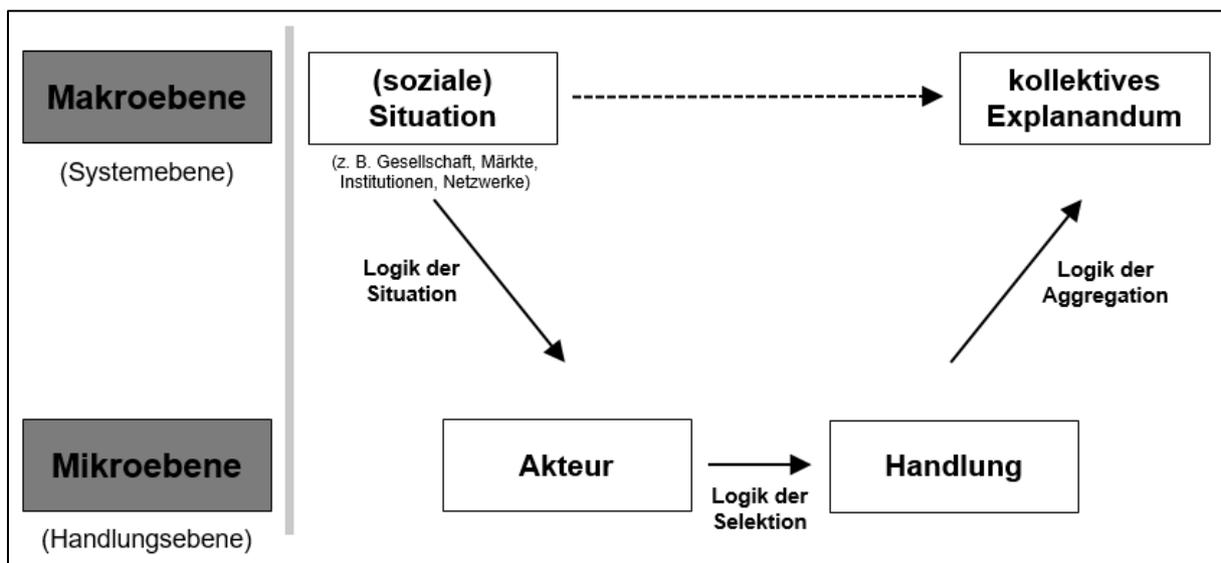
<sup>368</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 222; FRINGS, C. (2010), S. 18.

<sup>369</sup> Vgl. ARROW, K. J. (1974), S. 23.

<sup>370</sup> FRINGS, C. (2010), S. 69.

<sup>371</sup> Vgl. COLEMAN, J. S. (1991), S. 2 f.; ESSER, H. (1999a), S. 98; FRINGS, C. (2010), S. 68; GREVE, J./SCHNABEL, A./SCHÜTZEICHEL, R. (2009), S. 7 f. Das auch als „Coleman‘ sche Badewanne“ bekannte Modell geht ursprünglich auf McClelland zurück. Vgl. hierzu MCCLELLAND, D. C. (1961), S. 47. Aufgrund seiner Prominenz ist das Modell bei vielen Autoren in ggf. unterschiedlichen Varianten zu finden. Vgl. in diesem Zusammenhang bspw. BOSSHARDT, C. (2001), S. 234.

Dem beschriebenen Erklärungsmodell liegt zugrunde, dass sich ein bestimmtes kollektives Phänomen, wie z. B. Kooperation, aus den Handlungen der einzelnen Akteure auf der Mikroebene ergibt. Eine ausschließliche Analyse der Handlungen auf der Mikroebene wäre jedoch unzureichend, da die Akteure auch von der Makroebene bzw. von makrostrukturellen Rahmenbedingungen beeinflusst werden.<sup>372</sup> Dieser Sachverhalt lässt sich auch auf die vorliegende Analyse übertragen, da auf Investoren im Zuge der Aktienkaufentscheidung gleichermaßen makrostrukturelle Faktoren einwirken. So ist bspw. das Marktgeschehen oder die jeweilige Investmentstrategie von den Investoren im Rahmen ihrer Aktienkaufentscheidung, welche im vorliegenden Fall als kooperatives Verhalten interpretiert wird, zu berücksichtigen. Die Analyse derartiger Mehrebenenklärungen kann somit grundsätzlich anhand von drei Schritten erfolgen, was die nachstehende Abbildung verdeutlichen soll.



**Abbildung 6: Struktur-individualistisches Erklärungsmodell.**<sup>373</sup>

Im ersten Schritt, der Logik der Situation, werden Brückenhypothesen formuliert, um bestimmen zu können, wie ein Akteur makrostrukturelle Rahmenbedingungen in einer bestimmten Situation wahrnimmt und wie sich diese subjektive Situationsdefinition auf die Handlungsdisposition des Akteurs, d. h. auf die mit einer Handlung in Verbindung stehenden Erwartungen und Bewertungen, auswirkt.<sup>374</sup>

Der zweite Schritt wird als Logik der Selektion bezeichnet. Dieser Schritt ist der zentrale Bestandteil des Erklärungsmodells, da der Frage nachgegangen wird, warum ein Akteur in einer

<sup>372</sup> Vgl. VOSS, T. (1985), S. 11; FRINGS, C. (2010), S. 67.

<sup>373</sup> Vgl. LÜDEMANN, C. (1998), S. 158; ESSER, H. (1999a), S. 98; GREVE, J./SCHNABEL, A./SCHÜTZEICHEL, R. (2009), S. 8.

<sup>374</sup> Vgl. KUNZ, V. (1997), S. 31; ESSER, H. (1999a), S. 94; FRINGS, C. (2010), S. 67.

bestimmten Art und Weise handelt. Um diese Frage beantworten zu können, muss ein Handlungsgesetz entwickelt werden, welches den analytisch-nomologischen Kern der Erklärung bildet. Dieses Handlungsgesetz verknüpft Akteur und Handlung auf der Mikroebene und stellt so einen kausalen Zusammenhang zwischen der subjektiven Wahrnehmung bestimmter makrostruktureller Bedingungen sowie „den damit verbundenen Kognitionen (Ursache) und der Entscheidung für eine bestimmte Handlungsalternative (Wirkung) her“<sup>375</sup>. Als Entscheidungsregel für die Wahl zwischen den verschiedenen Handlungsalternativen bzw. den Mikro-Mikro-Übergang kommt hierbei der oben beschriebene Rational Choice-Ansatz zur Anwendung.<sup>376</sup>

Als letzter Schritt der Erklärung ist die Logik der Aggregation zu nennen. Im Rahmen der Logik der Aggregation wird erklärt, welche kollektiven Effekte aus den Einzelhandlungen der Akteure auf der Mikroebene resultieren. Erst an dieser Stelle erfolgt somit eine Verknüpfung von individuellen Handlungen mit kollektiven Folgen.<sup>377</sup>

Zusammengefasst ergeben alle drei Schritte die sog. Makro-Mikro-Makro-Erklärung. Die in der obigen Abbildung dargestellte gestrichelte Linie deutet hierbei einen indirekten Effekt zwischen den beiden Makro-Phänomenen an. Als indirekt wird der Effekt deshalb bezeichnet, da er nur über den durch Pfeile gekennzeichneten Pfad, d. h. die Makro-Mikro-Makro-Relation, zu Stande kommt.<sup>378</sup> Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass sich die weiteren Ausführungen auf die beiden ersten Teilschritte des Erklärungsmodells beziehen. Grund hierfür ist der Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit, der sich auf die Entstehung individuell-kooperativen Verhaltens bezieht. Auch aus Sicht der ökonomischen Vertrauensforschung ist diese Einschränkung sinnvoll, da sie vor allem einen Beitrag zur Erklärung individuell-kooperativen Verhaltens leistet und nicht zwangsläufig zur Erklärung kollektiver Folgen individuell-kooperativen Verhaltens – dies wäre Bestandteil der Logik der Aggregation – beiträgt.<sup>379</sup>

---

<sup>375</sup> FRINGS, C. (2010), S. 67.

<sup>376</sup> Vgl. ESSER, H. (1999a), S. 94 f.; FRINGS, C. (2010), S. 67; GREVE, J./SCHNABEL, A./SCHÜTZEICHEL, R. (2009), S. 8 f.

<sup>377</sup> Vgl. ESSER, H. (1999a), S. 96 f.; KUNZ, V. (1997), S. 33 f.

<sup>378</sup> Vgl. LÜDEMANN, C. (1998), S. 159.

<sup>379</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 69.

### 3.2.3 Vertrauen als Analysestrategie des Rational Choice-Ansatzes

#### 3.2.3.1 Logik der Situation

Nach ESSER geht jedem Handeln eines Akteurs die Bestimmung der Logik der Situation<sup>380</sup> voraus.<sup>381</sup> So nehmen Akteure zunächst eine typisierende Beschreibung der momentanen Situation vor, bevor sie darüber entscheiden, ob sie sich im oben genannten Sinne kooperativ oder nicht kooperativ verhalten. Um diese Beschreibung vornehmen zu können, greifen Akteure auf die erwähnten Brückenhypothesen zurück. Im Zusammenhang mit der Logik der Situation wird unter den Brückenhypothesen wiederum die Verbindung zwischen der objektiven Situation und den subjektiven Motiven und dem subjektiven Wissen der Akteure verstanden.<sup>382</sup> Hierbei stellt die Logik der Situation einen komplexen Vorgang dar, der selten geradlinig verläuft, da sich die Akteure mit einer grundsätzlich unbegrenzten Menge von möglichen Kombinationen aus äußeren Umständen bzw. situativen Tatsachen und inneren Einstellungen konfrontiert sehen. Diese Gemengelage wird im Folgenden von den Akteuren auf „eine einfache und eindeutige, von der ursprünglichen Vieldimensionalität und Komplexität ganz bereinigte, Sicht der Situation“<sup>383</sup> reduziert, welche die Grundlage für das im Anschluss folgende Handeln der Akteure bildet. Somit wird die Situation von den Akteuren mit einem bestimmten Rahmen (Frame) versehen, der das dominierende Leitmotiv enthält. Durch das Vorhandensein eines Leitmotivs wird letztlich die Struktur der Ziele, die einer bestimmten Situation zugrunde liegen, vereinfacht.<sup>384</sup> Die Strukturierung der Situation ist an dieser Stelle für die Akteure jedoch noch nicht beendet. Vielmehr sind sie aufgrund von kognitiven Beschränkungen und der daraus resultierenden eingeschränkten Fähigkeit zur Informationsverarbeitung zusätzlich auch auf ihren verfügbaren Wissensvorrat angewiesen, um eine Situation strukturieren zu können. Diese Strukturierung der Wahrnehmung einer Situation über bereits vorhandene Wissensstrukturen wird oftmals als das Konzept des Schemas bzw. das Konzept des Skripts bezeichnet.<sup>385</sup> Durch den Rückgriff auf die

---

<sup>380</sup> Die Begriffe der Logik der Situation und der Logik der Definition werden in der Literatur synonym verwendet. Vgl. hierzu bspw. FRINGS, C. (2010), S. 68; BOSSHARDT, C. (2001), S. 236. Die synonyme Verwendung der Begriffe im vorliegenden Fall dient an den entsprechenden Stellen dem Textverständnis.

<sup>381</sup> Vgl. ESSER, H. (1996), S. 3.

<sup>382</sup> Vgl. ESSER, H. (1999b), S. 15 f.

<sup>383</sup> ESSER, H. (1996), S. 5 f.

<sup>384</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 230; ESSER, H. (1990), S. 238.

<sup>385</sup> Vgl. ESSER, H. (1991), S. 440.

genannten Konzepte, d. h. auf routinisierte Handlungsabläufe, wird der Informationsverarbeitungsprozess deutlich vereinfacht, was Akteuren wiederum die Orientierung in einer Situation erleichtert.<sup>386</sup>

Insgesamt lässt sich festhalten, dass im Rahmen der Definition der Situation strukturelle Gegebenheiten der Makroebene mit den Akteuren, welche sich auf der Mikroebene befinden, verbunden werden. Die Akteure unterliegen hierbei sowohl situativen Restriktionen als auch der Begrenzung ihrer kognitiven Fähigkeiten. Um eine Situation dennoch strukturieren und sich orientieren zu können, greifen die Akteure auf ihren Wissensvorrat zurück. Dementsprechend stellt die Vertrautheit mit einer Situation einen wichtigen Gradmesser für die Definition derselben dar, da ohne den Rückgriff auf Erfahrungen mit situationsspezifischen Merkmalen eine Situation für Akteure nur schwer definierbar wäre. Gleiches gilt hierbei auch für die Qualität der Erfahrungen mit den in einer bestimmten Situation anwesenden Interaktionspartnern. Beide Erfahrungswerte beziehen sich auf die retrospektive Vertrauensleistung der Akteure und beeinflussen dadurch die Handlungsentscheidung auf der Mikroebene, d. h. die Entscheidung für oder gegen kooperatives Verhalten. Folglich ist das retrospektive Vertrauen ein wichtiger Bestandteil der subjektiven Situationsdefinition.<sup>387</sup>

### 3.2.3.2 Logik der Selektion

Die Übertragung der Logik bzw. der Definition der Situation auf eine konkrete Handlung erfolgt über einen Entscheidungsprozess, der auf der Mikroebene angesiedelt ist und eine prospektive Vertrauensleistung erfordert. Hierzu entwickelt ein Akteur zunächst einen Handlungsentwurf, der aus einer unbestimmten Anzahl von Teilhandlungen bestehen kann. Die Anordnung der einzelnen Teilhandlungen kann hierbei auf einem rationalen Plan des Akteurs basieren. Mit den einzelnen Teilhandlungen verfolgt der Akteur jeweils bestimmte Zwischenziele, die sich wiederum an einem obersten Handlungsziel orientieren. Mit dem Entschluss des Akteurs, den Entwurf in die Tat umzusetzen, beginnt dann die eigentliche (kooperative) Handlung.<sup>388</sup> Dieser letzte und die Handlung einleitende Schritt des Entscheidungsprozesses stellt

---

<sup>386</sup> Vgl. ABELSON, R. P. (1981), S. 716 f.; ESSER, H. (1990), S. 234; BOSSHARDT, C. (2001), S. 230.

<sup>387</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 231 f.

<sup>388</sup> Vgl. LUCKMANN, T. (1992), S. 75 f.; BOSSHARDT, C. (2001), S. 232.

sich schließlich entweder als ein Akt des Vertrauens (*Trusting Choice*) oder als ein Akt des kalkulierten Risikos (*Gambling Choice*) dar.<sup>389</sup>

Im Gegensatz zum Entwurf, der als ein reiner Denkkakt beschrieben werden kann, handelt es sich beim Umsetzungsentschluss um einen Willensakt, welcher „das Überschreiten der Schwelle zwischen Entwurf und eigentlichem Handeln“<sup>390</sup> bewirkt. Hierbei verhält sich die Höhe der Schwelle umgekehrt proportional zu der in der Entwurfsphase erbrachten Vertrauensleistung, d. h. je weniger Vertrauen in der Entwurfsphase vorhanden ist, desto höher ist die Schwelle des Übergangs zwischen Entwurf und Handlung. Als Beispiel für diesen Sachverhalt kann das Gewohnheitshandeln angeführt werden. Dessen Vollzug erfordert nämlich nur verhältnismäßig wenig Vertrauen, um die Schwelle des Übergangs zwischen Entwurf und Handlung zu überwinden. Dies ist zum einen auf die Vertrautheit des Akteurs mit der Situation zurückzuführen. Zum anderen beruhen Gewohnheitshandlungen auf längst vorgefertigten Entwürfen, die sich durch die mehrmalige Wiederholung bereits verfestigt haben und deshalb als „gut“ befunden werden.<sup>391</sup>

Allerdings ist es auch möglich, dass ein Akteur zwischen verschiedenen Entwürfen wählen muss, dass Entwürfe noch nicht zur Verfügung stehen oder, dass gänzlich neue Entwürfe erstellt werden müssen, falls eine unvorhergesehene oder komplexe Situation auftritt. In jedem dieser Fälle erhöhen sich nicht nur die Anforderungen an das einzusetzende bzw. prospektive Vertrauen. Vielmehr steigt auch das Bewusstsein des Akteurs im Hinblick auf die Tragweite und Notwendigkeit der Entscheidung. Gleichermaßen gilt dies, „wenn einzelne Teilhandlungen nicht erfolgreich verlaufen, mithin ein Zwischenergebnis von der entworfenen Teilhandlung abweicht und so möglicherweise der gesamte Entwurf [...] reflektiert werden muss“<sup>392</sup>.

---

<sup>389</sup> *Trusting* und *Gambling Choice* sind Bestandteile der wert-erwartungstheoretischen Modellierung von COLEMAN. Im Rahmen des Rational Choice-Ansatzes dient die wert-erwartungstheoretische Modellierung der Erklärung der Logik der Selektion bzw. der Beantwortung der Frage, warum Akteure im Zusammenhang mit einer Vertrauensentscheidung aus einer Menge an potentiellen Handlungsalternativen eine bestimmte Handlungsalternative auswählen. Vgl. hierzu bspw. COLEMAN, J. S. (1991), S. 125 f.; EBERL, P. (2003), S. 63 f.; FRINGS, C. (2010), S. 75 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 87 f. Für das Entscheidungskalkül des Vertrauensgebers vgl. Abschnitt 3.4.

<sup>390</sup> LUCKMANN, T. (1992), S. 75.

<sup>391</sup> Vgl. LUCKMANN, T. (1992), S. 77; BOSSHARDT, C. (2001), S. 233.

<sup>392</sup> BOSSHARDT, C. (2001), S. 233.

Der Entschluss als Willensakt wird schließlich auch von den Eigenschaften bzw. Erfahrungen des Akteurs sowie von objektiv gegebenen Risikodeterminanten beeinflusst. Ob Vertrauen gewährt bzw. verwehrt wird, ist somit nicht nur vom Schritt zur konkreten Handlung oder der Ablehnung eines Entwurfs durch den Akteur abhängig.<sup>393</sup>

### 3.3 Entscheidungsprozess des Investors als Vertrauensgeber

#### 3.3.1 Vertrauenserwartung und Vertrauenshandlung

Ziel des vorhergehenden Abschnitts war es, Vertrauen unter Berücksichtigung von Rationalitätsgesichtspunkten in den Entscheidungsprozess eines Akteurs bzw. eines Investors zu integrieren. Ein für diese Modellierung gut geeignetes metatheoretisches Instrument ist das verwendete struktur-individualistische Erklärungsschema. Das Erklärungsschema ermöglicht es nämlich, die Vertrauensleistung eines Akteurs als Mehrebenenproblem erfassen zu können.<sup>394</sup>

Das retrospektive Vertrauen stellt hierbei sowohl eine unabhängige als auch eine abhängige Variable der Makroebene dar, da es ausschließlich als Kennzeichen einer Interaktionsbeziehung zwischen mindestens zwei Interaktionspartnern vorstellbar ist. So wirkt retrospektives Vertrauen als unabhängige Variable – wie Vertrautheit allgemein – auf einen „individuellen Akteur ein, indem es dessen Wahrnehmung bzw. Definition der Handlungssituation entscheidend mitgestaltet“<sup>395</sup>. Im Gegensatz hierzu ist das prospektive Vertrauen, welches durch die riskante Vorleistung charakterisiert wird, Bestandteil des Entscheidungsprozesses und somit auf der Mikroebene angesiedelt. Erst durch die aus der Handlung eines Akteurs auf der Mikroebene resultierende Bestätigung oder Enttäuschung der Vertrauenserwartung erfolgt eine Rückkopplung des Bestands an Vertrauen auf die Makroebene – jetzt allerdings als abhängige Variable.<sup>396</sup>

Welche Aspekte mit der Enttäuschung oder Bestätigung der Vertrauenserwartung verbunden sind, soll nachfolgend erörtert werden. Hierfür wird die metatheoretische Ebene verlassen und der Fokus erneut auf die Vertrauensleistung des Akteurs gelegt. So steht nunmehr die Frage im Mittelpunkt, wie ein Akteur zu einer Entscheidung bzgl. seiner Vertrauensleistung gelangt und welche Faktoren ihn in diesem Zusammenhang beeinflussen.

---

<sup>393</sup> Vgl. LUCKMANN, T. (1992), S. 78 f.; BOSSHARDT, C. (2001), S. 233 f.

<sup>394</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 68 f.

<sup>395</sup> BOSSHARDT, C. (2001), S. 238.

<sup>396</sup> Vgl. ebd., S. 238 f.

Um die Vertrauensleistung eines Akteurs wiederum als eigenen Entscheidungsprozess modelltheoretisch abbilden zu können, ist es zunächst sinnvoll, das subjektive Entscheidungskalkül vom objektiv beobachtbaren Verhalten zu trennen. Es muss daher ein Schema entwickelt werden, mit dessen Hilfe aus der Vielzahl der möglichen Kombinationen aus Verhaltensweise und Kalkül tatsächlich diejenige extrahiert werden kann, welche eine Vertrauensentscheidung begründet. Hierbei sind Handlungen grundsätzlich von den ihnen zugrundeliegenden Motiven zu trennen, da dieselbe Handlung auf verschiedenen Motiven basieren kann. Im Gegenzug ist es möglich, dass identische Motive gänzlich unterschiedliche Handlungen bewirken. Die Vertrauenshandlung eines Akteurs konkretisiert sich in diesem Zusammenhang erst durch die riskante Vorleistung. Durch diesen Einsatz sieht sich der Akteur bzw. Vertrauensgeber mit einem Risiko konfrontiert, da er sich vom Verhalten seines Gegenübers abhängig macht. Die Vertrauenserwartung gründet hingegen auf der subjektiven Ansicht, dass der Vertrauensnehmer freiwillig auf die Veruntreuung des Einsatzes des Vertrauensgebers verzichtet.<sup>397</sup>

Weiterhin spricht RIPPERGER nur dann von einer Vertrauensentscheidung, wenn beim Vertrauensgeber eine Vertrauenserwartung vorliegt und diese Vertrauenserwartung tatsächlich eine Vertrauenshandlung auslöst.<sup>398</sup> Diesen Umstand deutet Feld I der nachstehenden Abbildung an. Kooperatives Verhalten muss jedoch nicht immer auf einer vertrauensvollen Erwartungshaltung basieren. Ebenso spiegelt sich eine Vertrauenserwartung nicht zwangsläufig in vertrauensvollem Verhalten wider.<sup>399</sup> Somit ist kooperatives Verhalten nicht in jeder Situation ein Indikator für Vertrauen und Vertrauen alleine oft kein hinreichender Grund für kooperatives Verhalten.<sup>400</sup>

---

<sup>397</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 92 f.

<sup>398</sup> Vgl. GROLL, M. (2004), S. 104; LANGER, G. (2011), S. 260 f.

<sup>399</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 93.

<sup>400</sup> Vgl. PETERS, M. L. (2008), S. 68; RIPPERGER, T. (2003), S. 93; OSTERLOH, M./WEIBEL, A. (2006), S. 39.

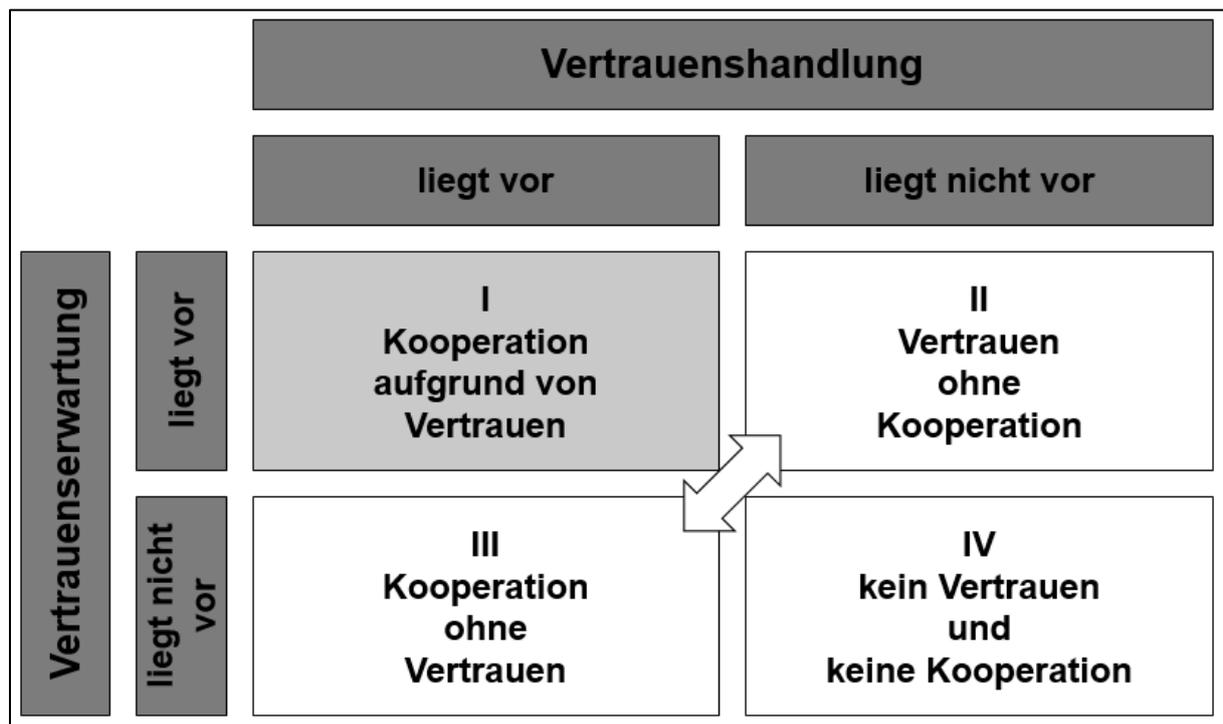


Abbildung 7: Zusammenhang von Vertrauenserwartung und Vertrauenshandlung.<sup>401</sup>

Eine theoretische Lücke für den gezeigten Zusammenhang zwischen Vertrauenserwartung und Vertrauenshandlung besteht jedoch für den durch einen Doppelpfeil gekennzeichneten Übergang zwischen Feld II und Feld III. Diese Lücke im Entscheidungsprozess des Akteurs lässt sich allerdings unter Einbezug des Faktors Risiko theoretisch schließen. So ist es vor allem in Situationen mit hohem Risiko denkbar, dass ein Akteur seinem Interaktionspartner durchweg vertraut, sich aber dennoch nicht zu einer vertrauensvollen Handlung durchringen kann. In dieser Situation liegt zwar Vertrauen, aber nicht auch kooperatives Verhalten vor (Feld II). In weniger riskanten Situationen ist hingegen eine geringere Vertrauenserwartung ausreichend, um einen Akteur dazu zu bewegen, sich kooperativ zu verhalten. Hierbei wäre als Auslöser für die in Feld III dargestellte Situation das mangelnde Wissen eines Akteurs über die aus der Kooperation evtl. resultierenden Risiken denkbar. Liegt schließlich weder eine Vertrauenserwartung noch eine Vertrauenshandlung vor, so verhält sich ein Akteur dementsprechend auch nicht kooperativ (Feld IV).<sup>402</sup>

Es existiert somit – ähnlich wie in Abschnitt 3.2 in Bezug auf den Handlungsprozess beschrieben – ein Handlungsschwellenwert, der überschritten werden muss, so dass sich eine Vertrau-

<sup>401</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 219; RIPPERGER, T. (2003), S. 93; PETERS, M. L. (2008), S. 69.

<sup>402</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 94; ULBRICH, M. C. (2011), S. 22 f.

enserwartung in einer Vertrauenshandlung niederschlägt. Dieser Schwellenwert variiert einerseits situativ in Abhängigkeit des wahrgenommenen Risikos und andererseits in Abhängigkeit der individuellen Risikoneigung eines Akteurs.<sup>403</sup>

### 3.3.2 Bildung der Vertrauenserwartung

Bevor sich eine Vertrauenserwartung in einer Vertrauenshandlung niederschlagen kann, muss der Akteur zunächst eine entsprechende Erwartung ausbilden. Hierbei sieht sich der Akteur mit einem Adverse Selection-Problem konfrontiert, da er einen Interaktionspartner mit der Eigenschaft „vertrauenswürdig“ auswählen möchte.<sup>404</sup> Ob dieser mögliche Partner tatsächlich vertrauenswürdig ist, ist für den Akteur jedoch zunächst nicht feststellbar.<sup>405</sup> Daher gründet die Vertrauenserwartung auf der zugeschriebenen Motivation des Handelns eines Interaktionspartners. Die Motivation des Interaktionspartners setzt sich wiederum aus dessen persönlichen Präferenzen und evtl. vorhandenen Handlungsrestriktionen zusammen. Der Interaktionspartner ist dabei motiviert eine Handlungsalternative auszuwählen, die seinen Nutzen (unter Berücksichtigung seiner Präferenzen und Handlungsrestriktionen) maximiert.<sup>406</sup>

Aufgrund von kognitiven und emotionalen Einschränkungen nimmt der Akteur die Motive seines Gegenübers ggf. nur verzerrt wahr. Hierdurch sieht sich der Akteur im Zuge der Einschätzung der Präferenzen seines Interaktionspartners mit subjektiver Unsicherheit konfrontiert. Anhand der folgenden Abbildung soll dieser Zusammenhang verdeutlicht werden.<sup>407</sup>

---

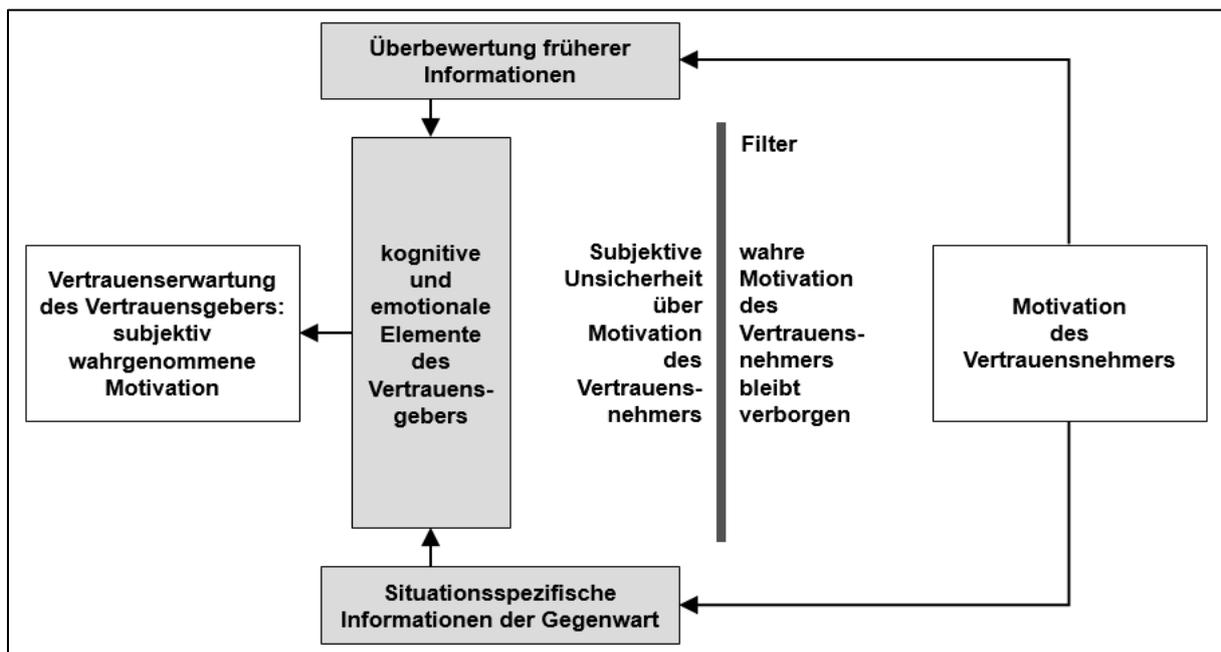
<sup>403</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 94.

<sup>404</sup> Zum Adverse Selection-Problem vgl. auch Abschnitt 2.3.2.

<sup>405</sup> Vgl. SCHOLLY, V. (2013), S. 121; NEUMAIER, M. (2010), S. 31.

<sup>406</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 94.

<sup>407</sup> Vgl. MAYER, N. (2018), S. 329 f.



**Abbildung 8: Subjektive Wahrnehmung der Motivation des Vertrauensnehmers.**<sup>408</sup>

Um die subjektiv wahrgenommene Unsicherheit im Rahmen der Bildung der Vertrauenserwartung zu reduzieren, beschafft der Akteur zusätzliche Informationen über seinen Interaktionspartner. Der Umfang seiner Informationsbeschaffungsaktivitäten hängt jedoch vom Kosten-Nutzen-Verhältnis der Informationsgewinnung ab, was dazu führt, dass Informationslücken bestehen bleiben. Um dennoch eine verhältnismäßig sichere Entscheidung treffen zu können, extrapoliert der Akteur Informationen aus der Vergangenheit in die Zukunft und setzt sich so bewusst über den Mangel an situationspezifischen Informationen hinweg.<sup>409</sup> Welchen Einfluss hierbei kognitive und emotionale Strukturen des Akteurs haben, soll nachstehend erörtert werden.

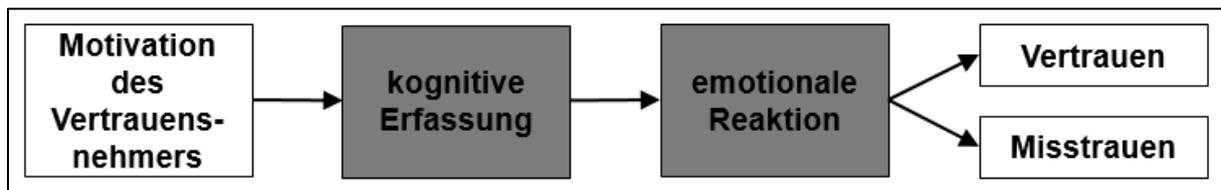
### 3.3.3 Kognitive und emotionale Elemente des Vertrauens

Den vorhergehenden Ausführungen entsprechend, lässt sich die Vertrauenserwartung als eine subjektive Form der Wahrnehmung bezeichnen. Daraus kann weiterhin auch gefolgert werden, dass nicht nur die objektiven Bedingungen einer Situation für die Bildung der Vertrauenserwartung herangezogen werden. Vielmehr bezieht ein Akteur in den Prozess der Bildung der Vertrauenserwartung auch kognitive und emotionale Aspekte ein. Wie bereits zuvor angedeutet, wirken die Kognitionen und Emotionen eines Akteurs wie ein Filter, der den Blick auf die

<sup>408</sup> Vgl. MAYER, N. (2018), S. 329; RIPPERGER, T. (2003), S. 95.

<sup>409</sup> Vgl. DE LA MOTTE, L./CZERNOMORIEZ, J./CLEMENS, M. (2010), S. 16 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 95.

Absichten des Interaktionspartners beeinflusst. In der Folge kann es zu einer Fehlbeurteilung der tatsächlichen Motivation des Interaktionspartners durch den Akteur kommen. Wie stark der Einfluss von kognitiven Fähigkeiten und emotionalen Aspekten im Rahmen der Bildung der Vertrauenserwartung ist, kann von Individuum zu Individuum variieren. Zudem können kognitive Fähigkeiten und emotionale Aspekte auch in Abhängigkeit der Situation variieren. So dominieren in einer Situation eher die kognitiven und in einer anderen Situation eher die emotionalen Elemente des Vertrauens. Dies ist wiederum auf die unterschiedliche Wahrnehmung der kognitiven Grundlagen von Emotionen durch den Akteur zurückzuführen.<sup>410</sup>



**Abbildung 9: Verhältnis von kognitiver Durchdringung und emotionaler Reaktion.<sup>411</sup>**

Es besteht somit eine enge Verknüpfung von emotionalen Vertrauensaspekten und kognitiven Prozessen, was auch die vorhergehende Abbildung verdeutlichen soll. So ist RIPPERGER der Auffassung, dass die Entwicklung von Emotionen in einem direkten Zusammenhang mit der kognitiven Erfassung und Durchdringung einer Vertrauenssituation steht. Hierbei widerspricht die Autorin der in der ökonomischen Literatur oftmals „vertretenen Auffassung einer dualistisch-polarisierenden Beziehung zwischen kognitivem und emotionalem Vertrauen“<sup>412</sup>. Beruht Vertrauen auf der zugeschriebenen Motivation des Handelns eines Interaktionspartners, so ist RIPPERGER der Ansicht, dass dann auch „jedem Vertrauen, sei es auch noch so stark durch emotionale Elemente geprägt, erst die kognitive Erfassung eben dieser Motivation vorausgehen“<sup>413</sup> muss.<sup>414</sup>

Zur Einschätzung der Motivation des Gegenübers stehen dem Akteur, wie beschrieben, nur begrenzte kognitive Fähigkeiten zur Verfügung. Hierdurch sieht er sich bei der Bildung der Vertrauenserwartung mit subjektiver Unsicherheit konfrontiert. Um diese kognitive Lücke den-

<sup>410</sup> Vgl. MAYER, N. (2018), S. 329 f.

<sup>411</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 98; MAYER, N. (2018), S. 330.

<sup>412</sup> MAYER, N. (2018), S. 330.

<sup>413</sup> RIPPERGER, T. (2003), S. 98.

<sup>414</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 97 f.; ASCH, S. E. (1987), S. 112 f.

noch schließen zu können, muss der Akteur bzw. der Vertrauensgeber vorhandene Informationen in die Zukunft extrapolieren.<sup>415</sup> Die mit dieser Thematik in Verbindung stehenden Aspekte werden im folgenden Abschnitt erörtert.

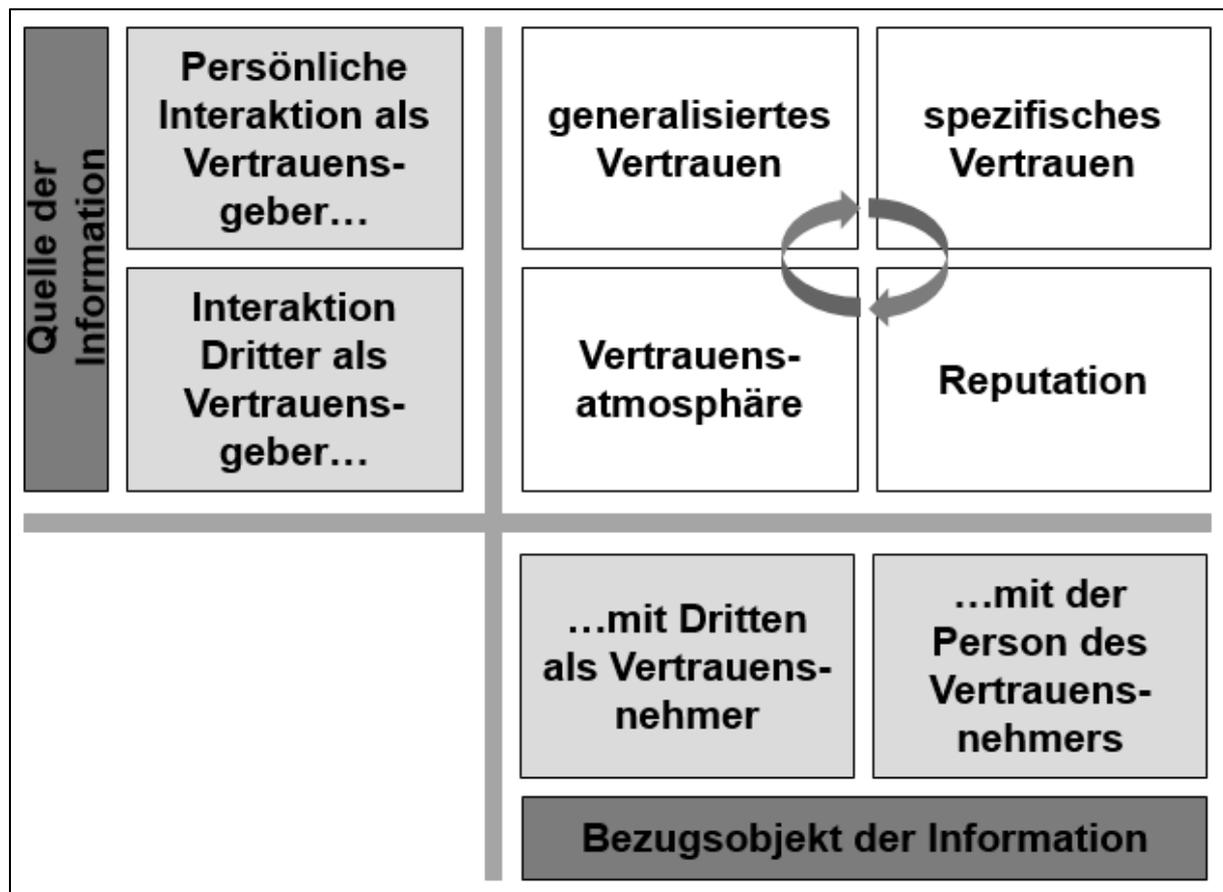
### **3.3.4 Informationen als Basis der Vertrauenserwartung**

Grundlage für die Vertrauenserwartung eines Akteurs ist die subjektive Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit des Interaktionspartners bzw. des Vertrauensnehmers. Aufgrund der beschriebenen begrenzten kognitiven Fähigkeiten und dem hieraus resultierenden Mangel an aktuellen Informationen, muss der Akteur auf bereits vorhandene Informationen zurückgreifen, um dennoch eine Vertrauenserwartung ausbilden zu können. Dieser Rückgriff wird von RIPPERGER als die Extrapolation von Informationen aus der Vergangenheit in die Zukunft bezeichnet. Die Herkunft dieser Informationen lässt sich hierbei anhand von zwei Dimensionen kategorisieren, der Quelle der Information und dem Bezugsobjekt der Information.<sup>416</sup>

---

<sup>415</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 98.

<sup>416</sup> Vgl. FRIEDRICH, C. (2005), S. 115; RIPPERGER, T. (2003), S. 99.



**Abbildung 10: Informationskategorien zur Bildung der Vertrauenserwartung.**<sup>417</sup>

Aus der beschriebenen Klassifikation ergeben sich wiederum vier Informationskategorien, anhand derer der Akteur seine Vertrauenserwartung bildet: die Vertrauensatmosphäre, die Reputation, das generalisierte Vertrauen sowie das spezifische Vertrauen.<sup>418</sup> Anzufügen ist an dieser Stelle, dass sich die genannten Kategorien interdependent verhalten und somit nicht eindeutig voneinander abgegrenzt werden können, was durch die beiden Pfeile in der Mitte der Abbildung symbolisiert wird.

Im Zuge der Bildung der Vertrauenserwartung bringt der Akteur nicht nur seine eigenen Erfahrungen ein, sondern setzt auch auf die Erfahrungen, die von Dritten gesammelt wurden. Beziehen sich diese Erfahrungen auf die Interaktion mit Dritten innerhalb eines gemeinsamen (sozialen) Kontextes, also nicht direkt auf einen möglichen Vertrauensnehmer, können sie als konstitutive Elemente der Vertrauensatmosphäre bezeichnet werden. Bei der Vertrauensatmosphäre handelt es sich um ein geschlossenes System, wie z. B. eine Gruppe von Akteuren

<sup>417</sup> Vgl. HIRSCH, B. (2002), S. 23; RIPPERGER, T. (2003), S. 99.

<sup>418</sup> Vgl. HIRSCH, B. (2002), S. 22.

oder ein Unternehmen bzw. eine Organisation. Die Qualität der Vertrauensatmosphäre ist hierbei von den Erfahrungen der am System beteiligten Akteure abhängig. Je größer der Anteil an positiven Erfahrungen mit Vertrauensnehmer innerhalb des Systems ist, desto höher ist die Qualität der Vertrauensatmosphäre und umgekehrt.<sup>419</sup> Einen positiven Einfluss auf die Qualität der Vertrauensatmosphäre hat ebenfalls das Wissen darum, dass schädigende Handlungsweisen innerhalb des Systems auch sanktioniert werden können. Existiert ein solcher Sanktionsmechanismus, wird der Spielraum für opportunistisches Verhalten entsprechend eingegrenzt, was zu einem höheren Vertrauensniveau innerhalb des Systems führt.<sup>420</sup>

Unter Reputation versteht RIPPERGER öffentlich verfügbare Informationen über die Vertrauenswürdigkeit eines Interaktionspartners. Da sowohl das Vorhandensein „effizienter Reputationsmechanismen als auch die Art der Reputationen innerhalb eines [...] Systems die subjektive Wahrnehmung und die Qualität der Vertrauensatmosphäre innerhalb dieses Systems beeinflussen“<sup>421</sup>, bestehen Interdependenzen zwischen Reputation und Vertrauensatmosphäre. Obwohl die Reputation eines Vertrauensnehmers die Bildung der Vertrauenserwartung des Vertrauensgebers wahrscheinlich in hohem Maße beeinflusst, ist sie dennoch kein Substitut für die eigens von einem Vertrauensgeber gesammelten Erfahrungen.<sup>422</sup>

Die eigenen Erfahrungen eines Vertrauensgebers spiegeln sich einerseits im generalisierten Vertrauen und andererseits im spezifischen Vertrauen wider. Im Falle des generalisierten Vertrauens beziehen sich die Erfahrungen auf den allgemeinen Umgang mit Dritten, was RIPPERGER als die „grundsätzliche Vertrauensbereitschaft eines Akteurs, unabhängig von den Spezifika einer bestimmten Situation“<sup>423</sup> bezeichnet. Das Maß an generalisiertem Vertrauen hängt dabei von der Persönlichkeit des Vertrauensgebers ab und stellt somit eine Einstellung dar, die durch die Gesellschaft bzw. den Umgang mit anderen erlernt werden kann.<sup>424</sup> Das generalisierte Vertrauen wird im weiteren Verlauf der Analyse als generelle Vertrauensneigung bezeichnet.

Handelt es sich hingegen explizit um den Umgang mit einem möglichen Vertrauensnehmer, so spricht man vom spezifischen Vertrauen.<sup>425</sup> Dementsprechend formuliert RIPPERGER das spe-

---

<sup>419</sup> Vgl. GRIESHOP, H. (2010), S. 205; RIPPERGER, T. (2003), S. 205. Für eine Analyse der Vertrauensatmosphäre in Unternehmen vgl. weiterführend bspw. LÄMSÄ, A.-M./PUČETAITÉ, R. (2006).

<sup>420</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 222.

<sup>421</sup> RIPPERGER, T. (2003), S. 100.

<sup>422</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 100; GRIESHOP, H. (2010), S. 205.

<sup>423</sup> RIPPERGER, T. (2003), S. 101.

<sup>424</sup> Vgl. HIRSCH, B. (2002), S. 23; RIPPERGER, T. (2003), S. 102 f.; GRIESHOP, H. (2010), S. 205.

<sup>425</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 100.

zifische Vertrauen als eine subjektive Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit eines Vertrauensnehmers in einer bestimmten Situation. Spezifisches Vertrauen ist in dieser Hinsicht gegenwartsorientiert und eignet sich, so RIPPERGER, im Vergleich zum generalisierten Vertrauen besser zur Prognose eines bestimmten Verhaltens. Die Grundlage des spezifischen Vertrauens bilden dabei zwei Komponenten. Als erste Komponente ist das situationsspezifische Vertrauen zu nennen, welches auf konkreten Merkmalen der Vertrauenssituation basiert. Die zweite Komponente stellt das Vertrauensnehmerspezifische Vertrauen dar, das auf den Charakteristika des Vertrauensnehmers beruht.<sup>426</sup> Zu diesen persönlichen Merkmalen des Vertrauensnehmers zählen bspw. Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Integrität und wohlwollendes Verhalten, die auch Gegenstand der empirischen Analyse der vorliegenden Arbeit sind.<sup>427</sup>

Auch im Zusammenhang mit den zuletzt genannten Informationskategorien sind Interdependenzen feststellbar. So wird in einem geschlossenen System mit qualitativ hochwertiger Vertrauensatmosphäre wahrscheinlich auch ein hohes Maß an generalisiertem Vertrauen unter den Mitgliedern vorherrschen. Zudem wird ein Vertrauensgeber einem Vertrauensnehmer mit guter Reputation eher spezifisches Vertrauen entgegenbringen als einem Vertrauensnehmer, der über eine schlechte Reputation verfügt. Letztlich ist es ebenso vorstellbar, dass ein hohes Maß an generalisiertem Vertrauen auch einen entsprechend positiven Einfluss auf die Vertrauensbereitschaft eines Akteurs in einer konkreten Situation hat.<sup>428</sup>

### 3.4 Entscheidungskalkül des Vertrauensgebers

Nachdem der Entscheidungsprozess im Lichte des Rational Choice-Ansatzes dargelegt wurde, ist nunmehr noch darauf einzugehen, welches Kalkül der Vertrauensgeber bzw. Investor im Rahmen seiner Vertrauensentscheidung verfolgt. Um diese Frage zu klären, kann wiederum auf ein von COLEMAN entwickeltes Modell zurückgegriffen werden, das Modell der Vertrauensentscheidung.<sup>429</sup>

---

<sup>426</sup> Vgl. HIRSCH, B. (2002), S. 23; RIPPERGER, T. (2003), S. 105.

<sup>427</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 105. Zu den persönlichen Merkmalen der Vertrauenswürdigkeit eines Vertrauensnehmers vgl. weiterführend auch BUTLER, J. K. (1991). Eine intuitive Ableitung der persönlichen Merkmale findet sich bspw. bei SONNENBERG, F. K. (1994).

<sup>428</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 100.

<sup>429</sup> Vgl. COLEMAN, J. S. (1991), S. 125 f.

Dem genannten Modell von COLEMAN entsprechend, gleicht die Platzierung von Vertrauen zunächst einer Wette.<sup>430</sup> Hierbei trifft der Vertrauensgeber unter Berücksichtigung der Gewinnchance bzw. des Verlustrisikos eine Entscheidung, ob er einen Wetteinsatz leisten möchte oder nicht. Für die Erbringung des Wetteinsatzes bzw. die Platzierung von Vertrauen wird sich der Vertrauensgeber unter rationalen Gesichtspunkten dann entscheiden, wenn der zu erwartende Nutzen (*Expected Utility*, kurz: EU) einen positiven Wert aufweist. Die Entscheidung ist grundsätzlich mit einem Risiko behaftet, da das tatsächliche Verhalten des Vertrauensnehmers in der Zukunft für den Vertrauensgeber nicht in vollem Umfang vorhersehbar ist. Jedoch kann der Vertrauensgeber dem Verhalten des Vertrauensnehmers bestimmte Wahrscheinlichkeitswerte zuordnen. Dementsprechend wird der Vertrauensgeber Vertrauen nur dann gewähren, wenn „die Chance zu gewinnen relativ zu der Chance zu verlieren größer ist als das Ausmaß des Verlustes (falls er verliert) relativ zum Ausmaß des Gewinns (falls er gewinnt)“<sup>431</sup>. Zusammengefasst bedeutet das: Es muss sich für den Vertrauensgeber lohnen zu vertrauen.<sup>432</sup>

Dieser von COLEMAN formulierte Zusammenhang lässt sich durch die nachstehende Nutzenfunktion ausdrücken. Die Variable  $p$  steht hierbei für die Wahrscheinlichkeit der Vertrauenswürdigkeit des Vertrauensnehmers bzw. für die Gewinnchance und soll andeuten, dass die Vertrauensentscheidung mit einem gewissen Maß an Unsicherheit bzw. Risiko verbunden ist. Daher muss die Variable  $p$  grundsätzlich einen ausreichend hohen Wert annehmen, um den Vertrauensgeber zu einer Handlung zu motivieren. Dementsprechend kann  $p$  auch als Handlungsschwellenwert interpretiert werden. Die Variablen  $G$  (*Gain*) und  $L$  (*Loss*) beschreiben den möglichen Gewinn (im Falle der Vertrauenswürdigkeit des Vertrauensnehmers) bzw. den möglichen Verlust (im Falle des Vertrauensbruchs durch den Vertrauensnehmer).<sup>433</sup>

$$EU = pG - (1 - p)L$$

Aufgrund des positiven erwarteten Nutzens folgt daraus:

$$pG - (1 - p)L > 0$$

$$pG > (1 - p)L$$

$$\frac{p}{(1 - p)} > \frac{L}{G}$$

<sup>430</sup> Vgl. SZTOMPKA, P. (1999), S. 25; LAHNO, B. (2002), S. 107 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 87; PETERS, M. L. (2008), S. 70.

<sup>431</sup> COLEMAN, J. S. (1991), S. 125.

<sup>432</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 214.

<sup>433</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 77; RIPPERGER, T. (2003), S. 87; BOSSHARDT, C. (2001), S. 214 f.

Diesem Verständnis folgend sollte der Vertrauensgeber die „Wette“ dann platzieren, wenn die Wahrscheinlichkeit  $p$  eines Gewinns im Vergleich zur Wahrscheinlichkeit  $(1 - p)$  eines Verlusts größer ist als das Verhältnis von potentielltem Verlust und potentielltem Gewinn.<sup>434</sup> Trifft der Vertrauensgeber die Entscheidung „Wette platzieren“, so gelingt es ihm offensichtlich, das Maß an subjektiv empfundenem Risiko zu objektivieren und  $p$  einen genauen Wert zuzuweisen. Basiert die Entscheidung aber auf diesem Vorgang und der persönlichen Risikoneigung des Vertrauensgebers, handelt es sich nur um eine gewöhnliche Entscheidung unter Risiko und nicht um eine Vertrauensentscheidung. Da in diesem Fall der potentielle Gewinn den Ausschlag für die Entscheidung gibt, wird die Entscheidung nach COLEMAN auch als *Gambling Choice* bezeichnet. Im Falle eines Misserfolgs wird der Vertrauensgeber seine getroffene Entscheidung nicht bereuen, was auf das Bewusstsein für das eingegangene Risiko zurückzuführen ist. In einer identischen Situation in der Zukunft wird der Vertrauensgeber somit dieselbe Entscheidung treffen.<sup>435</sup>

Allerdings bemängeln bspw. LUHMANN und DEUTSCH, dass COLEMAN eine wichtige Einschränkung des Modells vermeidet. Nach Auffassung der beiden erstgenannten Autoren ist es nämlich für das Vorliegen einer Vertrauensentscheidung unbedingt notwendig, dass der Verlust infolge eines Vertrauensbruchs größer ist als der Gewinn, den der Vertrauensgeber durch das vertrauenswürdige Verhalten des Vertrauensnehmers erzielen würde.<sup>436</sup> Auch RIPPERGER ist dieser Auffassung und integriert die Bedingung  $L > G$  in das Modell von COLEMAN.<sup>437</sup> Die Autorin zeigt dabei, dass der subjektive Wahrscheinlichkeitswert  $p$  im Vertrauens- bzw. Gewinnfall größer als  $p = 0,5$  sein muss.<sup>438</sup> Dies erscheint vor allem dann sinnvoll, wenn Vertrauen als ein Handlungsschwellenwert verstanden wird, der auf einer Wahrscheinlichkeitsverteilung von Erwartungen liegt, welche wiederum auf einem Kontinuum zwischen völligem Misstrauen (0) und völligem Vertrauen (1) verschiedene Werte annehmen können und sich um einen mittleren Wert von Unsicherheit (0,5) sammeln.<sup>439</sup>

Die Bedingung  $L > G$  impliziert letztlich, dass „die subjektive Wahrscheinlichkeit  $p$ , die der Vertrauensgeber einem vertrauenswürdigen Verhalten des Vertrauensnehmers zugrunde legt,

<sup>434</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 88; COLEMAN, J. S. (1991), S. 126.

<sup>435</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 220.

<sup>436</sup> Vgl. LUHMANN, N. (1988), S. 98; DEUTSCH, M. (1962), S. 304.

<sup>437</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 89 f.; DEUTSCH, M. (1962), S. 303; BOSSHARDT, C. (2001), S. 215.

<sup>438</sup> Wenn  $L > G$  gilt, so muss auch  $L = G + x$  mit  $x > 0$  gelten. Durch einsetzen folgt  $pG > (1 - p)(G + x)$  und  $pG > G + x - pG - px$ . Daraus folgt  $2pG + px > G + x$  und  $p(2G + x) > G + x$ . Dies ergibt wiederum  $p > (G + x)/(2G + x) = 0,5[(G + x)/(G + 0,5x)]$ . Somit gilt  $(G + x)/(G + 0,5x) > 1$  und deshalb gilt auch  $p > 0,5$ . Für den Beweis vgl. auch RIPPERGER, T. (2003), S. 89.

<sup>439</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 89; SCHOTTLAENDER, R. (1957), S. 21.

unbedingt größer sein muss als die subjektive Erwartung  $(1 - p)$  opportunistischen Verhaltens<sup>440</sup>. Ist dies der Fall, so gibt die vertrauensvolle Erwartung den Ausschlag zur Entscheidung, was im Zusammenhang mit dem Modell der Vertrauensentscheidung als *Trusting Choice* bezeichnet wird. Tritt ein Misserfolg auf, wird der Vertrauensgeber – im Gegensatz zur *Gambling Choice* – seine Handlungswahl allerdings bereuen und in zukünftigen Entscheidungssituation eine andere Bewertung der Eintrittswahrscheinlichkeit für vertrauenswürdigen Verhalten vornehmen.<sup>441</sup>

Somit lässt sich feststellen, dass das Vertrauensproblem für den Vertrauensgeber darin besteht, die Variable  $p$  einzuschätzen. Diese Einschätzung erfolgt auf der Basis von zwei Faktoren. In diesem Zusammenhang ist zunächst der Faktor Information bzw. der Faktor der Informationsbeschaffung zu nennen. Die Beschaffung von Informationen stellt hierbei keinen vollständig rationalen Entscheidungsprozess dar, da der Verzicht auf die Beschaffung zusätzlicher Informationen ebenfalls voraussetzen würde, dass der Vertrauensgeber eine rein rationale Entscheidung treffen kann. Diese rein rationale Entscheidung basiert allerdings ebenfalls auf dem von COLEMAN beschriebenen problematischen Entscheidungskalkül. Der sich hieraus entwickelnde unendliche Regress lässt sich jedoch durch die Vertrauensleistung des Vertrauensgebers unterbrechen. Das bedeutet schließlich, dass „sich Vertrauen gerade in der Toleranz oder bewussten Inkaufnahme der subjektiven Unsicherheit hinsichtlich der Einschätzung von  $p$  ausdrückt“<sup>442</sup> und somit aus dem bewussten Verzicht des Vertrauensgebers auf Zusatzinformationen besteht.<sup>443</sup>

Als zweiter Faktor für die Einschätzung von  $p$  ist das individuelle Wissen bzw. die Erfahrung des Vertrauensgebers anzuführen. Dieser Faktor setzt sich wiederum aus den im vorhergehenden Abschnitt dargestellten interdependenten Informationssphären zusammen, d. h. aus der Reputation des Vertrauensnehmers, der Vertrauensatmosphäre sowie der generellen Vertrauensneigung und dem spezifischen Vertrauen des Vertrauensgebers.<sup>444</sup>

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass dem Vertrauensgeber im Rahmen seiner Entscheidungssituation nicht alle notwendigen Informationen zur Verfügung stehen, um die tatsächliche Motivation des Vertrauensnehmers erkennen zu können. Zudem verfügt der Vertrauensgeber nur über eingeschränkte Fähigkeiten, um die gesammelten Informationen auch verarbeiten zu

---

<sup>440</sup> RIPPERGER, T. (2003), S. 90.

<sup>441</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 220; RIPPERGER, T. (2003), S. 90.

<sup>442</sup> BOSSHARDT, C. (2001), S. 221.

<sup>443</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 220 f.; COLEMAN, J. S. (1991), S. 125 f.

<sup>444</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 99; BOSSHARDT, C. (2001), S. 221.

können. Insofern gilt die Gewährung von Vertrauen bzw. die *Trusting Choice* des Vertrauensgebers als rational, da sie bewusst und zielgerichtet erfolgt. Die hiermit verfolgte Absicht besteht in der Reduktion der wahrgenommenen subjektiven Unsicherheit. Somit kann Vertrauen als ein wichtiger Bestandteil der „verfahrensmäßigen Rationalität“<sup>445</sup> angesehen werden.<sup>446</sup>

---

<sup>445</sup> SIMON, H. A. (1978), S. 8.

<sup>446</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 222.

## 4 Entwicklung des Analysemodells

### 4.1 Theoretischer Bezugsrahmen

Aufbauend auf den in den vorhergehenden Kapiteln vermittelten Grundlagen zur Bedeutung von Vertrauen im Rahmen von Investitionsentscheidungen, soll nun auf Basis eines theoretischen Bezugsrahmens das Analysemodell für die empirische Untersuchung entwickelt werden. Damit rundet Kapitel 4 den theoretisch-konzeptionellen Teil der vorliegenden Arbeit ab. Bevor die einzelnen Bestandteile des Analysemodells vorgestellt werden, wird jedoch zunächst darauf eingegangen, welchem Zweck die Entwicklung eines theoretischen Bezugsrahmens grundsätzlich dient.

Die vorliegende Arbeit hat das Ziel zu untersuchen, ob sich das aus bestimmten Determinanten konstituierende Vertrauen eines professionellen Investors positiv auf die Aktienkaufwahrscheinlichkeit auswirkt. Um sich dieser sowie den im Rahmen des Einführungskapitels aufgeworfenen Forschungsfragen widmen zu können, ist bspw. nach KIRSCH/SEIDL/VAN AAKEN im Vorfeld der Analyse ein konzeptionell-heuristischer Bezugsrahmen zu entwickeln. Ein derartiger Bezugsrahmen enthält nämlich die Hypothesen zum betrachteten Forschungsgegenstand, anhand derer die theoretischen Überlegungen überprüft werden. Zudem hilft ein Bezugsrahmen, „das Denken über reale und komplexe Problemzusammenhänge zu ordnen“<sup>447 448</sup>.

In diesem Zusammenhang nennt die Literatur insbesondere drei Herausforderungen bzw. Aufgaben, die sich mit Hilfe eines heuristischen Bezugsrahmens bewältigen lassen. Die Hauptaufgabe des Bezugsrahmens besteht hierbei darin, die Einflussfaktoren so festzulegen, dass die theoretische Dimension des Forschungsgegenstands bestmöglich abgebildet werden kann. Zudem sollte der theoretische Bezugsrahmen Aufschluss über die zwischen den einzelnen Faktoren grundsätzlich vorhandenen Beziehungen liefern, um entsprechende Aussagen über die Wirkzusammenhänge im Modell ableiten zu können. Letztlich soll es mit Hilfe eines Bezugsrahmens ermöglicht werden, Informationen über diejenigen Mechanismen sammeln zu können, welche einen Beitrag zur Erklärung der vorgenannten Beziehungen zwischen den einzelnen Einflussfaktoren leisten. So sieht es die Literatur aufgrund der beschriebenen Funktionen insgesamt als empfehlenswert an, vor der eigentlichen empirischen Analyse einen konzeptionell-heuristischen Bezugsrahmen zu entwickeln. Auf diese Weise lässt sich nämlich nicht nur der

---

<sup>447</sup> STEINMANN, T. (2013), S. 71 f.

<sup>448</sup> Vgl. BROSIUS, H.-B./HAAS, A./KOSCHEL, F. (2016), S. 1 f.; KUBICEK, H. (1975), S. 37 f.; STEINMANN, T. (2013), S. 71 f.; KIRSCH, W./SEIDL, D./VAN AAKEN, D. (2007), S. 22 f.

Forschungsprozess besser steuern. Vielmehr unterstützen Bezugsrahmen häufig auch die Problemlösung in der Praxis, „denn dort kommt es ebenfalls oft darauf an, über fruchtbare Perspektiven sowie verständnisfördernde Fragen und Interpretationsmuster zu verfügen“<sup>449</sup>.<sup>450</sup>

In Kapitel 2 zeigte sich deutlich, dass das Vertrauensphänomen vor dem Hintergrund unterschiedlichster ökonomischer Fragestellungen analysiert wird. Dementsprechend finden sich in der Literatur eine Vielzahl von Konzepten bzw. Modellen zur Operationalisierung des Vertrauenskonstrukts.<sup>451</sup> Dies gilt insbesondere auch für den Investitionsbereich und die Beantwortung der Frage, welchen Einfluss Vertrauen auf (größtenteils private) Akteure am Kapitalmarkt hat.<sup>452</sup> Ein Modell, welches die in Kapitel 1 aufgeworfenen Forschungsfragen in dieser Kombination zu beantworten versucht, existiert bisher allerdings noch nicht in der Vertrauensforschung. Daher sind bereits in der Literatur vorhandene Vertrauensmodelle zu modifizieren und an den Forschungskontext der vorliegenden Arbeit anzupassen, was der üblichen Vorgehensweise in der Vertrauensforschung entspricht.<sup>453</sup> In diesem Zusammenhang bildet eines der bekanntesten Vertrauensmodelle, das organisationale Vertrauensmodell von MAYER/DAVIS/SCHOORMAN, die Basis für die vorliegende Analyse.<sup>454</sup> Ergänzt wird das organisationale Vertrauensmodell von einer Vertrauensdeterminante, die GANESAN/HESS für ihre Analyse nutzen, nämlich dem Item „Glaubwürdigkeit“.<sup>455</sup>

Wie das Analysemodell bzw. der Bezugsrahmen der vorliegenden Arbeit insgesamt ausgestaltet ist, wird im Rahmen des folgenden Abschnitts erläutert. Zunächst wird auf die Determinanten des ökonomischen Vertrauens, d. h. Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität, eingegangen, da diese Faktoren die Grundlage für die empirische Analyse bilden. Die Zuordnung zum ökonomischen Vertrauen ist hierbei darauf zurückzuführen, dass der Einfluss der genannten Determinanten in Abhängigkeit der Situation variieren kann.<sup>456</sup> Im Gegensatz hierzu stehen die im Anschluss zu diskutierenden personenspezifischen Einflussfaktoren, die sich über den Zeitverlauf nicht verändern. Welche Konsequenz das Analysemodell für das Zusammen-

---

<sup>449</sup> KUBICEK, H. (1977), S. 18.

<sup>450</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 72; RÖSSL, D. (1990), S. 109; KUBICEK, H. (1977), S. 18 f.

<sup>451</sup> Vgl. NEUMANN, M. M. (2007), S. 75.

<sup>452</sup> Vgl. hierzu bspw. HONG, H./KUBIK, J. D./STEIN, J. C. (2004); GEORGARAKOS, D./PASINI, G. (2011); GENNAIOLI, N./SHLEIFER, A./VISHNY, R. (2015).

<sup>453</sup> Vgl. MUKHERJEE, A./NATH, P. (2003), S. 6; STEINMANN, T. (2013), S. 72.

<sup>454</sup> Vgl. MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 715.

<sup>455</sup> Vgl. GANESAN, S./HESS, R. (1997), S. 444.

<sup>456</sup> Vgl. hierzu Kapitel 3 der vorliegenden Arbeit sowie die Ausführungen zur ökonomischen Vertrauensstheorie von FRINGS, C. (2010).

spiel von ökonomischen und personenspezifischen Einflussfaktoren vorsieht, wird im Anschluss thematisiert, bevor die Erläuterungen zum Aufbau des Analysemodells mit der Betrachtung theoretisch denkbarer Interaktionseffekte abgerundet werden.

## 4.2 Modellbildung

### 4.2.1 Determinanten des ökonomischen Vertrauens

#### 4.2.1.1 Fähigkeit

Der Begriff der Fähigkeit wird insbesondere im betriebswirtschaftlichen Bereich aus unterschiedlichsten Blickwinkeln betrachtet und dementsprechend mit einer Vielzahl verschiedener Bedeutungen versehen. Um das Konstrukt „Fähigkeit“ als Vertrauensdeterminante für die vorliegende Analyse operationalisieren zu können, ist jedoch eine exakte Definition und Eingrenzung des Begriffs notwendig. So erscheint es sinnvoll, zu Beginn der Ausführungen zum Fähigkeitsbegriff eine Systematisierung vorzunehmen. Wie die nachstehende Abbildung zeigt, ist der Begriff der Fähigkeit dem Begriff der Kompetenz zuzuordnen. Ebenso ist erkennbar, dass sich der Fähigkeitsbegriff mit dem Zuständigkeitsbegriff auf einer Systematisierungsebene befindet. Dieser Umstand ist der Grund, warum explizit auf die Fähigkeit und nicht auf die Kompetenz als Determinante des Vertrauens im Rahmen der vorliegenden Arbeit zurückgegriffen wird, obwohl beide Begriffe in der Vertrauensforschung oftmals (fälschlicherweise) synonym verwendet werden.<sup>457</sup> Im Unterschied zum Verständnis der Kompetenz als Fähigkeit bezieht sich das Verständnis der Kompetenz als Zuständigkeit nämlich auf ein Instrument aus der Organisationslehre, mit dessen Hilfe sich bestimmte Rechte, Pflichten und Zuständigkeiten von Organisationsmitgliedern bestimmen lassen. Für die Analyse spielt dieses Begriffsverständnis allerdings keine Rolle, da die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens im Mittelpunkt des Interesses steht.<sup>458</sup>

---

<sup>457</sup> Vgl. RABE, C. (2005), S. 94; HENNIG-THURAU, T. (1998), S. 41 f.; JACOB, F. (2003), S. 85 f.

<sup>458</sup> Vgl. MACHARZINA, K./WOLF, J. (2018), S. 643 f.; BEA, F. X./GÖBEL, E. (2019), S. 251; RABE, C. (2005), S. 95.



**Abbildung 11: Systematisierung des Kompetenzbegriffs.**<sup>459</sup>

Wird die Kompetenz hingegen als Fähigkeit interpretiert, so kann auf der nächsten Systematisierungsebene die Individualperspektive von der organisationalen Perspektive unterschieden werden. Dem Namen entsprechend bezieht sich die Individualperspektive auf Fähigkeiten, Fertigkeiten und Kenntnisse, welche einzelnen Personen zur Verfügung stehen, um bestimmte Aufgaben bewältigen zu können. Aus diesem Blickwinkel heraus handelt sich bei der Fähigkeit eher um eine Persönlichkeitsdeterminante. Die wahrgenommenen Merkmale der Vertrauenswürdigkeit beziehen sich im Rahmen der vorliegenden Analyse allerdings nicht auf einzelne Personen, sondern auf ein Unternehmen als Ganzes. Für die Untersuchung ist somit die organisationale Perspektive des Fähigkeitsbegriffs von Bedeutung.<sup>460</sup>

Die organisationale Perspektive lässt sich wiederum in Definitionsansätze untergliedern, die entweder die organisationsbezogene Fähigkeit oder die Bündelung von Ressourcen fokussieren. Unter der Bündelung von Ressourcen werden hierbei letztlich Kernkompetenzen verstanden, mit denen ein Unternehmen in der Lage ist, sich einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Diese Ressourcen bzw. Kernkompetenzen sind dabei von anderen Unternehmen nur schwer zu imitieren und für die Schaffung eines nachfragerbezogenen Nutzens wesentlich. Ob, und wenn ja, welche Kernkompetenzen in einem Unternehmen vorliegen, ist allerdings vor allem unter-

<sup>459</sup> Vgl. RABE, C. (2005), S. 94.

<sup>460</sup> Vgl. JACOB, F. (2003), S. 85 f.; RABE, C. (2005), S. 95.

nehmensintern von Interesse. Von Nachfragern können diese nur bedingt als solche wahrgenommen werden. Für die vorliegende Analyse ist die Bündelung von Ressourcen als Grundlage für das Fähigkeitsverständnis daher nicht geeignet.<sup>461</sup>

Somit verbleibt der Ansatz der organisationsbezogenen Fähigkeit, um die Determinante beschreiben zu können. Bei diesem Ansatz findet nämlich „unter der Annahme, dass auch Organisationen mit ähnlichen Charaktereigenschaften assoziiert werden wie (natürliche) Personen“<sup>462</sup>, eine Übertragung der auf individuelle Personen bezogenen Fähigkeiten auf das Unternehmen statt.<sup>463</sup> Im vorliegenden Fall wird dies dadurch erreicht, dass dem potentiellen Investor Informationen über die Eigenschaften des Unternehmensmanagements vorgelegt werden. Für die Analyse ist es hierbei jedoch nicht relevant, ob das Unternehmensmanagement tatsächlich auch über bestimmte Fähigkeiten verfügt. Vielmehr zielt die Untersuchung auf die von den Investoren wahrgenommenen Fähigkeiten des Unternehmens bzw. des Managements ab. Um das Leistungsniveau des Unternehmens einschätzen zu können, gleicht der Investor hierbei seine Anforderungen an die Leistungserfüllung mit seiner Wahrnehmung bzgl. der Fähigkeiten des Unternehmens ab. Fällt dieser Abgleich positiv aus, so sollte sich die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass der Investor dem Unternehmen ökonomisches Vertrauen schenkt.<sup>464</sup> Der hier verwendete Fähigkeitsansatz stellt also letztlich eine Kombination des Fähigkeitsverständnisses der Individualperspektive und des Verständnisses der organisationsbezogenen Fähigkeit dar, da die Fertigkeiten und Kenntnisse des Managements auf das Gesamtunternehmen übertragen werden.<sup>465</sup>

Insgesamt wird deutlich, dass die Fähigkeit eines Unternehmens ein Äquivalent zu dessen Leistungsfähigkeit darstellt. So wird das Management eines Unternehmens die Erwartungen von potentiellen Investoren nur erfüllen können, wenn es überhaupt erst dazu in der Lage ist. In diesem Sinne stellt die Leistungsfähigkeit eine Grundvoraussetzung zur Leistungserfüllung dar. In der Folge wird ein Investor dem Management eines Unternehmens bzw. dem Unternehmen an sich nur dann Vertrauen entgegenbringen, wenn er diesem die Fähigkeit zur Erfüllung seiner Erwartungen grundsätzlich zuspricht. Der Fähigkeit kann somit als Determinante des Vertrauens ein bedeutender Einfluss auf die Bildung der Vertrauenserwartung zugeschrieben werden, „da diese Eigenschaft eng mit der in der Vertrauensdefinition verankerten Leistungsfähigkeit

---

<sup>461</sup> Vgl. MACHARZINA, K./WOLF, J. (2018), S. 65; RABE, C. (2005), S. 95 f.

<sup>462</sup> RABE, C. (2005), S. 96.

<sup>463</sup> Vgl. GERYBADZE, A. (2004), S. 31 f.

<sup>464</sup> Vgl. BACKHAUS, K./VOETH, M. (2014), S. 566 f.; RABE, C. (2005), S. 96; BROWN, T. J./DACIN, P. A. (1997), S. 70; BHATTACHERJEE, A. (2002), S. 217.

<sup>465</sup> Vgl. MCKNIGHT, D. H./CHERVANY, N. L. (2002), S. 49.

verknüpft ist<sup>466</sup>.<sup>467</sup> Auf Basis der beschriebenen Relevanz für die Bildung der Vertrauens-  
erwartung und der theoretischen Überlegungen wird für den Einfluss der Fähigkeit auf das öko-  
nomische Vertrauen des Investors folgende Forschungshypothese formuliert:

*H1: Bei einer positiven Einschätzung der Fähigkeit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein pro-  
fessioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.*

#### 4.2.1.2 Glaubwürdigkeit

Wie im Falle der zuvor beschriebenen Fähigkeit handelt es sich auch bei der Glaubwürdigkeit  
als Determinante der wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit um ein relativ breit angelegtes  
Phänomen. So wird auch die Glaubwürdigkeit von Wirtschaftssubjekten aus den unterschied-  
lichsten Blickwinkeln beleuchtet bzw. je nach Forschungsinteresse eine andere Facette des  
Glaubwürdigkeitsbegriffs herausgegriffen. Dementsprechend existiert in der (betriebswirt-  
schaftlichen) Forschung kein einheitliches Verständnis von Glaubwürdigkeit. Es ist also auch  
an dieser Stelle sinnvoll, den Glaubwürdigkeitsbegriff zu systematisieren und im Sinne der vor-  
liegenden Analyse einzugrenzen.<sup>468</sup>

Der Glaubwürdigkeitsbegriff wird im alltäglichen Sprachgebrauch auf Aussagen bezogen, wel-  
che auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüft werden müssen.<sup>469</sup> Stuft bspw. ein Investor die  
Aussagen eines Unternehmens als glaubwürdig ein, so werden diese von ihm als wahr akzep-  
tiert, auch wenn keine eindeutigen Belege für deren Richtigkeit vorliegen. Hierbei könnte sich  
die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens z. B. auf die Veröffentlichung von Informationen und  
Prognosen zur künftigen Geschäftsentwicklung beziehen. Je realistischer die Kapitalmarkt-  
kommunikation eines Unternehmens dabei ausfällt, desto eher wird ein Investor von den übermit-  
telten Informationen überzeugt sein.<sup>470</sup>

Das beschriebene alltägliche Verständnis von Glaubwürdigkeit lässt erste Rückschlüsse auf das  
Wesen des Konstrukts zu. Für die vorliegende wissenschaftliche Analyse ist das skizzierte Ver-  
ständnis jedoch noch zu unspezifisch, so dass eine weitere Differenzierung notwendig ist. Vor

---

<sup>466</sup> LORBEER, A. (2003), S. 103.

<sup>467</sup> Vgl. SPÄTH, J. F. (2008), S. 96 f.; RABE, C. (2005), S. 97; BARTELT, A. (2002), S. 48; LORBEER, A. (2003), S. 103.

<sup>468</sup> Vgl. RABE, C. (2005), S. 99.

<sup>469</sup> Vgl. NAWRATIL, U. (1997), S. 15 f.; GÖSSMANN, W. (1970), S. 23 f.

<sup>470</sup> Der beschriebene Wirkzusammenhang bezieht sich insbesondere auf die Glaubwürdigkeit des Unternehmens-  
managements als Hauptverantwortungsträger. Vgl. hierzu weiterführend bspw. WICHELS, D. (2002).

diesem Hintergrund ist also zunächst festzuhalten, dass Glaubwürdigkeit im Rahmen des Informationsaustauschs zwischen einem Sender und einem Empfänger eine wesentliche Rolle spielt. Der Empfänger von Informationen wird in der Vertrauensliteratur als Informationsnachfrager bezeichnet. Sein Gegenüber, d. h. der Urheber der vertrauensrelevanten Informationen, wird folglich als Sender charakterisiert. Grundsätzlich lassen sich dabei zwei verschiedene Sendertypen unterscheiden. Beim ersten Sendertyp handelt es sich um reale Personen. Der zweite Sendertyp umfasst abstrakte Entitäten bzw. Unternehmen, die als Sender von „Glaubwürdigkeitssignalen“ auftreten, wobei diesen auch Persönlichkeitsmerkmale, wie z. B. Gewissenhaftigkeit oder Zuverlässigkeit, zugeschrieben werden können.<sup>471</sup>

Da im Rahmen der vorliegenden Arbeit der Einfluss der Glaubwürdigkeit eines Unternehmens auf das Vertrauen eines professionellen Anlegers untersucht werden soll, bezieht sich die Analyse also auf den zweitgenannten Sendertyp. Bei dieser organisationalen Betrachtungsweise determiniert die Glaubwürdigkeit, wie auch im Falle des alltäglichen Sprachgebrauchs, das Ausmaß, zu dem ein Empfänger die von einem Sender übermittelte Information als korrekt ansieht, obwohl der Wahrheitsgehalt der Botschaft im Moment der Informationsübertragung nicht überprüft werden kann.<sup>472</sup> Somit spielt die Glaubwürdigkeit insbesondere in Situationen eine wichtige Rolle, die von einer gewissen Unsicherheit gekennzeichnet sind. Geht der Informationsempfänger dabei von einem glaubwürdigen Sender aus, so nimmt er an, dass sich dieser ihm gegenüber nicht opportunistisch verhalten wird. Aufgrund dieser Annahme werden die Begriffe Vertrauen und Glaubwürdigkeit oftmals synonym verwendet bzw. nicht eindeutig voneinander abgegrenzt. Allerdings finden sich in der Literatur verschiedene Kriterien, anhand derer sich die beiden Konstrukte Vertrauen und Glaubwürdigkeit differenzieren lassen. Auf diese soll nachstehend eingegangen werden.<sup>473</sup>

Als erstes Differenzierungskriterium dient der unterschiedliche Zeitbezug der beiden Konstrukte. Bei Vertrauen handelt es sich nämlich um die von einem Vertrauensgeber empfundene Unsicherheit bzgl. des zukünftigen Handelns eines Vertrauensnehmers. Im Gegenzug dazu muss ein Informationsempfänger die Glaubwürdigkeit einer Botschaft im Moment ihrer Übermittlung einschätzen und bewerten. Bei der Glaubwürdigkeitsattribution handelt es sich somit um einen zeitlich begrenzten Zustand. Dabei können in das Glaubwürdigkeitsurteil eines Infor-

---

<sup>471</sup> Vgl. KÜSTER-ROHDE, F. (2010), S. 7; RABE, C. (2005), S. 104; EISEND, M. (2003), S. 56.

<sup>472</sup> Vgl. WIRTH, W. (1999), S. 54 f.; EISEND, M. (2003), S. 8; KÖHNKEN, G. (1990), S. 1; RABE, C. (2005), S. 105.

<sup>473</sup> Vgl. EISEND, M. (2003), S. 47; RABE, C. (2005), S. 105; KÜSTER-ROHDE, F. (2010), S. 7.

mationsempfängers durchaus auch Erfahrungen einfließen, die im Zusammenhang mit dem Informationssender bisher gesammelt wurden. Musste sich bspw. ein Investor in der Vergangenheit bereits mehrfach auf die von einem Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen verlassen, so ist die Glaubwürdigkeit des Unternehmens umso höher, je eher die getroffenen Aussagen mit der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation übereinstimmen. Umgekehrt nimmt die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens ab, wenn sich die zur Verfügung gestellten Informationen im Nachhinein als wenig hilfreich herausstellten.<sup>474</sup>

Weiterhin lässt sich feststellen, dass es sich bei der Glaubwürdigkeit um einen Charakterzug einer Person oder, wie im vorliegenden Fall, eines Unternehmens handelt, der das Ergebnis eines Zuschreibungsprozesses darstellt. Dieser Prozess entscheidet also darüber, ob ein Informationssender als glaubwürdig oder als unglaubwürdig wahrgenommen wird. Egal zu welchem Glaubwürdigkeitsurteil der Informationsempfänger dabei im Rahmen des Attributionsprozesses gelangt, es erwächst für ihn hieraus kein direktes Risiko. Das Glaubwürdigkeitsurteil bezieht sich nämlich lediglich auf eine Aussage, die Rückschlüsse auf eine bestimmte „Charaktereigenschaft“ des Informationssenders zulässt. Im Gegensatz dazu beschreibt Vertrauen keine Charaktereigenschaft, sondern einen Handlungsbestandteil. Denn Vertrauen motiviert eine risikante Vorleistung des Vertrauensgebers, die wiederum zu einer bestimmten Handlung führt. Mit dieser Vertrauensleistung ist somit sehr wohl ein gewisses Maß an Risiko für den Vertrauensgeber verbunden, da sich der Vertrauensnehmer im weiteren Verlauf auch opportunistisch verhalten kann. Das Vertrauenskonstrukt kann daher im Vergleich zum Glaubwürdigkeitskonstrukt als weitreichender bezeichnet werden.<sup>475</sup>

Letztlich besteht der Unterschied der beiden Konstrukte darin, dass das Vertrauensphänomen einen größeren Relevanzbereich aufweist. Vertrauen ist nämlich nicht nur in den unterschiedlichsten Situationen relevant und weißt damit einen vergleichsweise größeren Wirkungsradius auf. Vielmehr kann das Vertrauensphänomen auch auf eine Vielzahl von Bezugsobjekten angewendet werden. Denn die Glaubwürdigkeit bezieht sich immer auf die Quelle einer Information, d. h. auf Personen, Personengruppen oder Institutionen. Daher handelt es sich bei der Glaubwürdigkeit um ein sehr spezifisches Konstrukt. Im Gegensatz dazu kann sich Vertrauen auch unabhängig von einem konkreten Bezugsobjekt aufbauen, was anhand der in Abschnitt

---

<sup>474</sup> Vgl. RABE, C. (2005), S. 105 f.; HERBIG, P./MILEWICZ, J. (1993), S. 20; WIRTH, W. (1999), S. 55; PETERMANN, F. (2013), S. 14; EISEND, M. (2003), S. 47.

<sup>475</sup> Vgl. GELBRICH, K./MÜLLER, S./SCHNEIDER, I. (2004), S. 167; RABE, C. (2005), S. 106 f.

2.1.1 beschriebenen abstrakten Systeme deutlich wird. So können Personen z. B. einem Währungs- und Wirtschaftssystem, einem technischen System oder einer Rechtsordnung Vertrauen entgegenbringen, da sie den genannten Systemen eine gewisse Schutzwirkung vor opportunistischem Verhalten zusprechen. Wird Vertrauen als generelle Vertrauensneigung verstanden, kann es sogar einen noch höheren Abstraktionsgrad annehmen. In diesem Fall ist das sog. Grundvertrauen nämlich weder an ein bestimmtes Bezugsobjekt noch an eine bestimmte Situation gebunden.<sup>476</sup>

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Glaubwürdigkeit das Ausmaß bestimmt, zu dem ein Empfänger eine von einem Sender übermittelte Nachricht bzw. Information in Bezug auf einen bestimmten Sachverhalt als zutreffend ansieht. Im Rahmen der vorliegenden Analyse übernimmt ein professioneller Investor die Rolle des Informationsempfängers und ein Unternehmen die Rolle des Informationssenders. Da der Investor den Wahrheitsgehalt der erhaltenen Informationen nicht vollständig überprüfen kann, greift er auf die Glaubwürdigkeit als Informationssurrogat zurück. Schätzt der Investor die Glaubwürdigkeit des Unternehmens dabei positiv ein, so ist auch eine positive Wirkung auf das Vertrauen in selbiges zu erwarten. Vertrauen kann sich nämlich nur dann entwickeln, wenn ein Vertrauensnehmer „Informationsnachteile des Vertrauensgebers nicht opportunistisch ausnutzt“<sup>477, 478</sup>. Überprüft wird der beschriebene Zusammenhang im Rahmen der empirischen Analyse anhand folgender Hypothese:

*H2: Bei einer positiven Einschätzung der Glaubwürdigkeit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.*

#### 4.2.1.3 Wohlwollen

Wohlwollen wird von den unterschiedlichsten Forschungsrichtungen als ein wichtiger und vertrauensfördernder Bestandteil des Vertrauenskonstrukts angesehen. So wird das Konzept auch im wirtschaftswissenschaftlichen bzw. ökonomischen Kontext unter verschiedenen Begrifflichkeiten analysiert, wobei es sich grundsätzlich immer um das gleiche Phänomen handelt.<sup>479</sup> Im Zusammenhang mit der Neuen Institutionenökonomik wird der Begriff des Wohlwollens bspw.

<sup>476</sup> Vgl. MCKNIGHT, D. H./CHERVANY, N. L. (2002), S. 47; LUHMANN, N. (2014), S. 72 f.; RABE, C. (2005), S. 107.

<sup>477</sup> RABE, C. (2005), S. 108.

<sup>478</sup> Vgl. KÜSTER-ROHDE, F. (2010), S. 7; RABE, C. (2005), S. 108; KLAUS, E. (2002), S. 176 f.

<sup>479</sup> Vgl. LORBEER, A. (2003), S. 110; RABE, C. (2005), S. 113.

zur Beschreibung der moralischen Haltung eines Marktakteurs genutzt.<sup>480</sup> Zudem wird Wohlwollen auch mit dem Konstrukt der Kundennähe bzw. der Kundenorientierung in Verbindung gebracht. Eine eher strategische Betrachtung des Konstrukts Wohlwollen erfolgt dagegen im Zuge der Diskussion um den Corporate Social Responsibility-Ansatz (CSR-Ansatz).<sup>481</sup> Die gemeinsame Basis der genannten Betrachtungsweisen besteht jedoch darin, dass sich Wohlwollen immer auf das Interesse am Wohlergehen und der Zufriedenheit eines anderen Marktakteurs bezieht. Wohlwollen beschreibt also die Rücksichtnahme eines Marktakteurs bzw. Vertrauensnehmers auf die Bedürfnisse, Wünsche und Interessen eines Vertrauensgebers. Der Vertrauensnehmer stellt somit auf freiwilliger Basis seine eigenen Interessen zu Gunsten des Vertrauensgebers zurück, selbst dann, wenn daraus für ihn ein Verlust entstehen sollte.<sup>482</sup>

Die Tatsache, dass ein nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten handelnder Akteur ein wohlwollendes Verhalten seinen eigenen Zielen und Interessen vorzieht, mag im ersten Moment wenig intuitiv erscheinen. Bei näherer Betrachtung besteht jedoch kein Widerspruch zwischen wohlwollendem und ökonomischem Verhalten. Wird eine wohlwollende bzw. altruistische Handlung nämlich zu einem späteren Zeitpunkt erwidert, so resultiert daraus für beide Marktakteure ein Nutzenzuwachs. Der Vertrauensnehmer bzw. im vorliegenden Fall das Unternehmen kann sich also durchaus wohlwollend Verhalten und dabei trotzdem seine eigenen Interessen verfolgen. Der Vertrauensgeber bzw. der Investor nimmt dieses Verhalten seinerseits wiederum als altruistisch wahr, was als reziprok altruistisches Verhalten bezeichnet wird.<sup>483</sup> Hierbei erweist sich ein wohlwollendes Verhalten eines egoistisch handelnden Marktakteurs als rational, solange der Nutzen größer ist als die aus der wohlwollenden Handlung resultierenden Kosten.<sup>484</sup>

Die meisten Definitionen des Begriffs Wohlwollen finden sich in der Literatur in Verbindung mit dem Vertrauensphänomen. Ein einheitliches Verständnis über die Rolle der beiden Konstrukte existiert dabei allerdings nicht. So wird Wohlwollen in einem Teil der wissenschaftlichen Analysen als ein Ausdruck für Vertrauen interpretiert.<sup>485</sup> Demgegenüber stehen eine Reihe von Arbeiten, die Wohlwollen als eine Determinante des Vertrauens ansehen. Voraussetzung

---

<sup>480</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 139 f.; KLAUS, E. (2002), S. 177.

<sup>481</sup> Vgl. RABE, C. (2005), S. 113.

<sup>482</sup> Vgl. GANESAN, S./HESS, R. (1997), S. 440; DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 36; STEINMANN, T. (2013), S. 95 f.

<sup>483</sup> Vereinfacht gesagt bedeutet reziproker Altruismus, dass man denjenigen helfen sollte, von denen man selbst auch Hilfe bekommen hat. Vgl. hierzu PICOT, A./REICHWALD, R./WIGAND, R. T. (2003), S. 127.

<sup>484</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 155 f.; RABE, C. (2005), S. 114; PICOT, A./REICHWALD, R./WIGAND, R. T. (2003), S. 127 f.

<sup>485</sup> Vgl. bspw. GEYSKENS, I./STEENKAMP, J.-B. E. M./KUMAR, N. (1999), S. 225; MCKNIGHT, D. H./CHERVANY, N. L. (2002), S. 41.

für diese Betrachtungsweise ist es, „dass ein Vertrauensgeber in einer konkreten Situation bewusst ein Risiko eingeht und sich darauf verlässt, dass der Vertrauensnehmer nicht opportunistisch handeln wird“<sup>486</sup>, was der Auffassung der vorliegenden Analyse entspricht.<sup>487</sup>

Für das der vorliegenden Arbeit zugrundeliegende Verständnis des Zusammenhangs zwischen Vertrauen und Wohlwollen ist es auch an dieser Stelle notwendig, die beiden Konstrukte voneinander abzugrenzen. Zunächst lässt sich allerdings feststellen, dass die Konstrukte Vertrauen und Wohlwollen teilweise über ähnliche Merkmale verfügen. So sind beide Konstrukte insbesondere dann relevant, wenn Zielkonflikte zwischen verschiedenen Wirtschaftssubjekten bestehen. Ist dies der Fall, hängt die Erreichung eines Ziels für einen Transaktionspartner vom Handeln des jeweils anderen Transaktionspartners ab. Eine der beiden Marktseiten, die abhängige Marktseite, ist also nicht dazu in der Lage, das Ergebnis einer Transaktion zu beeinflussen. Hierbei würde sich das Verhalten eines wohlwollenden Transaktionspartners dadurch auszeichnen, dass er aus den sich ergebenden Handlungsspielräumen keine Vorteile für sich selbst zieht. Die abhängige Marktseite bzw. der Vertrauensgeber geht also im Umkehrschluss nicht von einem opportunistischen Verhalten des Vertrauensnehmers aus, was eine Gemeinsamkeit mit dem Vertrauenskonstrukt darstellt.<sup>488</sup>

Der Unterschied zwischen den beiden Konstrukten besteht jedoch darin, dass mit Wohlwollen ein tatsächlicher Verzicht auf opportunistisches Verhalten einhergeht. Vertrauen umfasst dagegen lediglich die Erwartung eines nicht opportunistischen Verhaltens des Vertrauensnehmers. Somit kann das Vertrauen eines Vertrauensgebers durch das zukünftige Verhalten des Vertrauensnehmers auch enttäuscht werden, während sich die Wohlwollenseinschätzung auf die Handlungen des Vertrauensnehmers in der Vergangenheit bezieht.<sup>489</sup>

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal der Konstrukte ist, dass Wohlwollen eine Grundhaltung darstellt, welche nicht an ein bestimmtes Ereignis oder eine bestimmte Situation gekoppelt ist.<sup>490</sup> Übereinstimmend mit der im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen Glaubwürdigkeit ist Wohlwollen als ein Charakterzug anzusehen, der einem Vertrauensnehmer zugeschrieben wird. Da der Vertrauensgeber hierbei lediglich das Verhalten des Vertrauensnehmers mit den eigenen Interessen abgleicht, um zu einem Wohlwollensurteil zu gelangen, ist von ihm kein

---

<sup>486</sup> RABE, C. (2005), S. 115.

<sup>487</sup> Vgl. LORBEER, A. (2003), S. 111; MCKNIGHT, D. H./CHERVANY, N. L. (2002), S. 49; BHATTACHERJEE, A. (2002), S. 220; RABE, C. (2005), S. 115.

<sup>488</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 45; RABE, C. (2005), S. 115 f.; PLÖTNER, O. (1995), S. 36.

<sup>489</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 9 f.; PLÖTNER, O. (1995), S. 38; RABE, C. (2005), S. 116.

<sup>490</sup> Vgl. PLÖTNER, O. (1995), S. 39.

aktives Handeln erforderlich. Im Gegensatz dazu setzt Vertrauen aufgrund der zu erbringenden riskanten Vorleistung grundsätzlich ein aktives Handeln des Vertrauensgebers voraus.<sup>491</sup>

Trotz des beschriebenen unterschiedlichen Zeitbezugs der Konstrukte Vertrauen und Wohlwollen, kann insgesamt davon ausgegangen werden, dass sich ein Vertrauensnehmer auch in einer spezifischen Vertrauenssituation wohlwollend verhält, wenn er ein derartiges Verhalten bereits in der Vergangenheit gezeigt hat. Dementsprechend lässt sich ein positiver Zusammenhang zwischen dem wohlwollenden Verhalten eines Vertrauensgebers bzw. Unternehmens und dem Vertrauen eines Vertrauensgebers, d. h. professionellen Investors, konstatieren. Denn je eher ein Vertrauensgeber das Verhalten eines Vertrauensnehmers als wohlwollend einschätzt, desto mehr reift in ihm die Überzeugung, dass sich der Vertrauensnehmer in seinem Sinne verhalten wird.<sup>492</sup> Im Rahmen der vorliegenden Analyse wird dieser Zusammenhang mit Hilfe nachstehender Hypothese untersucht:

*H3: Bei einer positiven Einschätzung des Wohlwollens steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.*

#### 4.2.1.4 Integrität

Eine in der ökonomischen Literatur ebenso vielbeachtete Determinante des Vertrauens stellt die Integrität (eines Vertrauensnehmers) dar. So unterstreichen bspw. ERHARD/JENSEN im Rahmen ihrer empirischen Untersuchung die Bedeutung im wirtschaftswissenschaftlichen Kontext, indem sie die Integrität als einen „factor of production as important as labor, capital, and technology“<sup>493</sup> bezeichnen. Aufgrund der hohen Bedeutung existieren in der Vertrauensforschung verschiedene Forschungsperspektiven und Ansätze zur Definition des Integritätsbegriffs.<sup>494</sup> So wird nachfolgend auf das der vorliegenden Analyse zugrundeliegende Verständnis des Integritätsbegriffs eingegangen. Hierzu ist der Blick auf die Zusammensetzung des Integritätskonstrukts zu richten bzw. die Frage zu beantworten, aufgrund von welchen Eigenschaften ein Marktakteur einen anderen Marktakteur als integer einschätzt.

In diesem Zusammenhang wird in der Literatur oftmals die von einem Marktakteur bzw. Vertrauensnehmer gezeigte Offenheit angeführt. Viele Autoren bezeichnen die Offenheit eines

---

<sup>491</sup> Vgl. RABE, C. (2005), S. 116.

<sup>492</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 137 f.; RABE, C. (2005), S. 115.

<sup>493</sup> ERHARD, W./JENSEN, M. C. (2014), S. 2.

<sup>494</sup> Vgl. hierzu bspw. MOORMAN, C./DESPANDÉ, R./ZALTMAN, G. (1993), S. 84; LORBEER, A. (2003), S. 110.

Vertrauensnehmers sogar als das bedeutendste Element der Integrität.<sup>495</sup> In Bezug auf die Offenheit erwartet ein Vertrauensgeber von einem Vertrauensnehmer nämlich einen möglichst freien und umfassenden Fluss von Informationen. Dementsprechend sollten dem Vertrauensgeber wichtige Informationen auch nicht bewusst vorenthalten werden.<sup>496</sup> Ein weiterer Bestandteil des Integritätskonstrukts ist die Ehrlichkeit. Als ehrlich wird ein Vertrauensnehmer wahrgenommen, wenn die von ihm zu einem bestimmten Sachverhalt getroffenen Aussagen auch tatsächlich der Realität entsprechen und somit nicht verzerrt dargestellt werden.<sup>497</sup> Erkennt ein Vertrauensgeber eine Aussage als wahr an, so kann er diese als Entscheidungsgrundlage für das eigene Handeln nutzen, was wiederum zur Reduktion von Unsicherheit beiträgt. Der Effekt einer als wahr eingestuften Aussage lässt sich hierbei dadurch verstärken, dass der Vertrauensnehmer z. B. auch über möglicherweise vorhandene negative Aspekte aufklärt, die mit einem bestimmten Sachverhalt in Verbindung stehen.<sup>498</sup>

Schließlich ist die Zuverlässigkeit als ein bedeutendes Element der Integrität zu nennen. In diesem Zusammenhang hat der Vertrauensgeber eine Konstanz- bzw. Stetigkeitserwartung in Bezug auf den Vertrauensnehmer, d. h. es wird Zuverlässigkeit, Verhaltenskontinuität sowie Kalkulierbarkeit vom Vertrauensnehmer erwartet. Zusammenfassend formuliert bedeutet das: Der Vertrauensgeber möchte sich auf den Vertrauensnehmer verlassen können. So sollte ein Vertrauensnehmer an den im Zuge der Selbstdarstellung getroffenen Aussagen und Ankündigungen festhalten, auch dann, wenn sich Begleitumstände im Zeitverlauf möglicherweise verändern haben. Nicht zu verwechseln ist ein solches Verhalten allerdings mit Starrheit oder Unbeweglichkeit. Hält ein Marktakteur hingegen nicht an seinen Aussagen fest, so ist dies insbesondere auch vor dem Hintergrund wechselnder Adressatenkreise als problematisch einzuschätzen. Ein Marktakteur wird nämlich vor allem dann als unzuverlässig wahrgenommen, „wenn seine Aussagen und Handlungen je nach Publikum variieren“<sup>499, 500</sup>.

Das Handeln eines Vertrauensnehmers bzw. Marktakteurs ist grundsätzlich nicht nur auf einen bestimmten Zweck gerichtet. Vielmehr besitzt es immer auch eine Selbstdarstellungskomponente, wie oben angedeutet. Ein Marktakteur, d. h. im vorliegenden Fall ein Unternehmen, welches am Kapitalmarkt aktiv ist, bietet seinen potentiellen Investoren regelmäßig im Zuge der Kapitalmarktkommunikation „Selbstdefinitionen“ an. Auf Basis dieser Selbstdefinitionen

---

<sup>495</sup> Vgl. BRÜCKERHOFF, A. (1982), S. 230 f.

<sup>496</sup> Vgl. EICHENLAUB, A. (2010), S. 30; ZAND, D. E. (1977), S. 70; MEIFERT, M. (2003), S. 65.

<sup>497</sup> Vgl. MEIFERT, M. (2003), S. 65 f.; EICHENLAUB, A. (2010), S. 30.

<sup>498</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 108; LUHMANN, N. (2014), S. 66 f.; MEIFERT, M. (2003), S. 66.

<sup>499</sup> Vgl. MEIFERT, M. (2003), S. 66.

<sup>500</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 80 f.; MEIFERT, M. (2003), S. 66; EICHENLAUB, A. (2010), S. 30.

schreibt der Kapitalmarkt dem Unternehmen wiederum die oben beschriebenen Integritätsattribute zu.<sup>501</sup> Welche Attribute mit dem Unternehmen dabei konkret in Verbindung gebracht werden, hängt nicht nur von einer direkten Interaktion bzw. Kommunikation zwischen den Parteien ab. Auch Dinge, die das Unternehmen unbewusst oder über Dritte von sich mitteilt, können den Attributionsprozess beeinflussen.<sup>502</sup>

Aber nicht nur die bewusst oder unbewusst mitgeteilten Integritätseigenschaften spielen eine Rolle für die Attribution des Vertrauensgebers bzw. Investors, sondern auch der Zeitraum vor und nach einer integritäts- bzw. vertrauensbedingten Transaktion, also im vorliegenden Fall der Zeitraum vor und nach dem Kauf der Aktie des Unternehmens.<sup>503</sup> Obwohl eine deutliche inhaltliche Nähe zwischen den Konstrukten Vertrauen und Integrität besteht, was an der im Zuge der Ausführungen zur Zuverlässigkeit verwendeten Beschreibung des „Sich-verlassen-Könnens“<sup>504</sup> deutlich wird, zeigt sich an dieser Stelle dennoch, dass ein Unterschied zwischen den genannten Konstrukten besteht. Ähnlich der zuvor beschriebenen Determinanten des Vertrauens, unterscheiden sich Integrität und Vertrauen im Hinblick auf den Zeitbezug. Aus Sicht des Vertrauensgebers liegt der Zeitpunkt der Wirksamkeit von Vertrauen nämlich ausschließlich in der Zukunft. Das bedeutet, dass ein aus einer riskanten Vorleistung möglicherweise resultierender Schaden erst später eintritt und sich nicht bereits zum Zeitpunkt offenbart, zu dem der Vertrauensgeber dem Vertrauensnehmer sein Vertrauen schenkt. Im Gegensatz dazu bewertet ein Vertrauensgeber die Integrität seines Gegenübers wie beschrieben durchaus auch über einen längeren Zeitraum hinweg.<sup>505</sup>

Zusammenfassend lässt sich Integrität als ein Satz von Prinzipien bezeichnen, die einem Vertrauensnehmer zugeschrieben werden und für einen Vertrauensgeber als akzeptabel gelten.<sup>506</sup> In der Literatur wird Integrität als Determinante von Vertrauen vor allem im Zusammenhang mit Eigenschaften, wie der Offenheit beim Austausch von Informationen, der Ehrlichkeit gemachter Versprechungen sowie der Zuverlässigkeit bzw. Kongruenz von Worten und Taten, diskutiert.<sup>507</sup> Letztlich bezieht sich das Integritätskonstrukt somit auf das Einhalten allgemein anerkannter Normen und Werte. Hierbei kommen verschiedene empirische Analysen zum

---

<sup>501</sup> Vgl. MEIFERT, M. (2003), S. 67; HENSLIN, J. M. (1968), S. 139 f.

<sup>502</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 48; MEIFERT, M. (2003), S. 67.

<sup>503</sup> Vgl. STEINMANN, T. (2013), S. 35; BHATTACHERJEE, A. (2002), S. 219.

<sup>504</sup> Für die Verwendung des Ausdrucks im Rahmen der Definition von Vertrauen vgl. Abschnitt 2.1.1.

<sup>505</sup> Vgl. PLÖTNER, O. (1995), S. 38; STEINMANN, T. (2013), S. 35.

<sup>506</sup> Vgl. MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 719 f.; STIGLBAUER, K. (2011), S. 55.

<sup>507</sup> Vgl. MCKNIGHT, D. H./CHOUDHURY, V./KACMAR, C. (2002), S. 337; ZAND, D. E. (1977), S. 229; BUTLER, J. K. (1991), S. 646; WHITENER, E. M./BRODT, S. E./KORSGAARD, M. A./WERNER, J. M. (1998), S. 516; STIGLBAUER, K. (2011), S. 55.

Schluss, dass alle genannten Eigenschaften von einem Akteur erfüllt werden müssen, so dass dieser als vertrauenswürdig wahrgenommen wird.<sup>508</sup> Ist ein Vertrauensnehmer also nur wenig offen und ehrlich oder hält sich nicht an Versprechen, so nimmt der Vertrauensgeber eine gewisse Diskrepanz wahr. Diese Diskrepanz kann wiederum zur Erosion von Vertrauen führen, stellt sie doch einen möglichen Indikator für die Inkompetenz oder Böswilligkeit des Vertrauensnehmers dar. Wird hingegen keine Diskrepanz wahrgenommen, ist ein positiver Einfluss der Integrität auf das Vertrauen des Vertrauensgebers gegeben.<sup>509</sup> Anhand der folgenden Hypothese wird der beschriebene Zusammenhang im Zuge der vorliegenden Untersuchung überprüft:

*H4: Bei einer positiven Einschätzung der Integrität steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.*

Die Hypothese zur Überprüfung der Integrität beschließt die Beschreibung der vier Determinanten des ökonomischen Vertrauens. Hierbei gehören die Determinanten jeweils zwei unterschiedlichen Elementen des Vertrauens an. So sind die Determinanten Fähigkeit und Glaubwürdigkeit dem kognitiven Vertrauen und die Determinanten Wohlwollen und Integrität dem affektiven bzw. emotionalen Vertrauen zuzuordnen.<sup>510</sup> An diese Einteilung schließt sich die Frage an, ob die beiden Vertrauenselemente eine unterschiedlich starke Wirkung auf den Vertrauensgeber, d. h. auf den professionellen Investor, haben. In der vorliegenden Arbeit wird die Auffassung vertreten, dass Vertrauen auf der kognitiven Erfassung der zugeschriebenen Motivation des Handelns eines anderen Akteurs beruht. In einem nächsten Schritt erst erfolgt dann die emotionale Reaktion auf die kognitive Verarbeitung vergangener Erfahrungen.<sup>511</sup> Diese Auffassung erscheint insbesondere vor dem Hintergrund der im Rahmen der empirischen Analyse befragten professionellen Investoren als sinnvoll. Denn bei professionellen Investoren ist grundsätzlich davon auszugehen, dass sie eine Situation im beruflichen Umfeld zunächst kognitiv durchdringen, sei sie auch noch so stark von emotionalen Einflussfaktoren geprägt. So sollte die Analyse im Ergebnis einen vergleichsweise größeren Einfluss der (vorgelagerten) kognitiven Vertrauenselemente zu Tage fördern. Die entsprechende Hypothese für die empirische Analyse lautet folgendermaßen:

---

<sup>508</sup> Vgl. STIGLBAUER, K. (2011), S. 55; COLQUITT, J. A./SCOTT, B. A./LEPINE, J. A. (2007), S. 918.

<sup>509</sup> Vgl. MEIFERT, M. (2003), S. 67; BITTL, A. (1997), S. 143 f.; SHAW, R. B. (1997), S. 32.

<sup>510</sup> Für die Betrachtung des kognitiven und emotionalen Vertrauens vgl. Abschnitt 3.3.3.

<sup>511</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 98.

*H5: Die kognitiven Vertrauenselemente (Fähigkeit und Glaubwürdigkeit) haben insgesamt einen größeren Einfluss auf das (ökonomische) Vertrauen eines professionellen Investors in ein Unternehmen als die affektiven bzw. emotionalen (Wohllwollen und Integrität) Vertrauenselemente.*

#### **4.2.2 Personenspezifische Faktoren**

Neben den situationsspezifischen bzw. ökonomischen Determinanten des Vertrauens werden auch personenspezifische Merkmale in das Untersuchungsmodell aufgenommen. Auf diese Weise soll analysiert werden, ob personenspezifische Faktoren einen direkten Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft eines Vertrauensgebers haben. Die generelle Vertrauensneigung einer Person stellt hierbei ein besonders bedeutendes personenspezifisches Merkmal in der Vertrauensliteratur dar.<sup>512</sup> Sie beschreibt die grundsätzliche Bereitschaft, anderen Akteuren, Organisationen oder Institutionen unabhängig von den speziellen Bedingungen einer Situation Vertrauen entgegenzubringen oder nicht entgegenzubringen.<sup>513</sup> Dementsprechend kann die generelle Vertrauensneigung als eine Ausprägung der Persönlichkeit eines Vertrauensgebers betrachtet werden, mit der eine positive oder negative Erwartung in Bezug auf das Verhalten eines Vertrauensnehmers verbunden ist.<sup>514</sup>

Die in einer bestimmten Situation von einem Vertrauensgeber gebildete Vertrauenserwartung wird zu einem großen Teil vom Ausmaß des vorhandenen generellen Vertrauensniveaus beeinflusst. In der Vergangenheit gemachte Erfahrungen werden von einem Vertrauensgeber bzw. Akteur extrapoliert und auf ähnliche Situationen in der Gegenwart angewendet. Durch diese generalisierten Erwartungen ist es dem Vertrauensgeber erst möglich, bestimmte Tatsachen ausblenden und letztlich Vertrauen schenken zu können. Nach LUHMANN verallgemeinern Vertrauensurteile „Erfahrungen, dehnen sich auf andere, jedoch „ähnliche“ Fälle aus und stabilisieren in dem Maße, als sie sich bewähren, eine Indifferenz gegen Unterschiede“<sup>515</sup>.<sup>516</sup> Da die Stärke der Ausprägung der generellen Vertrauensneigung also von den gesammelten Erfahrungen eines Vertrauensgebers im Hinblick auf die Vertrauenswürdigkeit von Vertrauensnehmern

---

<sup>512</sup> Vgl. STIGLBAUER, K. (2011), S. 44.

<sup>513</sup> Vgl. MEIFERT, M. (2003), S. 21 f.; RIPPERGER, T. (2003), S. 101.

<sup>514</sup> Vgl. STIGLBAUER, K. (2011), S. 44; ROTTER, J. B. (1980), S. 1; YAMAGISHI, T./YAMAGISHI, M. (1994), S. 139.

<sup>515</sup> LUHMANN, N. (2014), S. 31.

<sup>516</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 101; ROTTER, J. B. (1980), S. 2.

abhängt, handelt es sich um eine relativ stabile Persönlichkeitseigenschaft, wenngleich sie sich im Zeitverlauf auch verändern kann.<sup>517</sup>

Wenn die generelle Vertrauensneigung auf Erfahrungen gründet, so muss sie aber auch das Ergebnis eines Sozialisations- und Lernprozesses sein. Dieser Prozess umfasst allerdings nicht nur persönliche Erfahrungen. Vielmehr wird der Prozess auch durch allgemein vorherrschende Meinungen bestimmt.<sup>518</sup> Zudem belegen eine Vielzahl von empirischen Studien, dass die generelle Vertrauensneigung eines Vertrauensgebers auch in Abhängigkeit der (ethnischen) Herkunft, des Alters, des Geschlechts oder sogar der Tätigkeit in einem bestimmten Unternehmensbereich variiert.<sup>519</sup> Insbesondere zeigt sich hierbei ein starker Einfluss der generellen Vertrauensneigung gegenüber neuen Situationen bzw. gegenüber unbekanntem Vertrauensnehmern, also in Situationen, in denen noch keine Informationen über den potentiellen Vertrauensnehmer zur Verfügung stehen, denn „if no more specific situational information is available, one will rely on one’s basic beliefs about human nature“<sup>520</sup>. Bei der erstmaligen Bildung der Vertrauenserwartung zeigt sich in der Literatur außerdem ein direkter Einfluss der generellen Vertrauensneigung auf das Vertrauensurteil.<sup>521</sup> Da es sich im Rahmen der vorliegenden Analyse um eine für den Vertrauensgeber neuartige Situation bzw. um ein bisher unbekanntes Unternehmen handelt, sollte sich der beschriebene Effekt mit zunehmendem Grad der generellen Vertrauensneigung auch in dieser Studie zeigen, was anhand der nachstehenden Hypothese überprüft wird:

*H8: Je stärker die generelle Vertrauensneigung ausgeprägt ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.*

Neben der generellen Vertrauensneigung wird auch die Berufserfahrung als personenspezifischer Faktor in das Untersuchungsmodell integriert, was in der Vertrauensforschung eine nicht unübliche Vorgehensweise ist. Als Grund hierfür ist zu nennen, dass sich der Einfluss von Vertrauen als einstellungsorientiertes Konstrukt über den Zeitverlauf verringern kann. So reagiert ein jüngerer und damit auch unerfahrener Vertrauensgeber unter Umständen anders auf be-

---

<sup>517</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1980), S. 1; MEIFERT, M. (2003), S. 22.

<sup>518</sup> Vgl. RIPPERGER, T. (2003), S. 102; MEIFERT, M. (2003), S. 23; STIGLBAUER, K. (2011), S. 44.

<sup>519</sup> Für die einzelnen Analysebereiche vgl. bspw. CUMMINGS, L. L./HARNETT, D. L./STEVENS, O. J. (1971); ALE-SINA, A./LA FERRARA, E. (2002); GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008); HOOGHE, M./REESKENS, T./STOLLE, D./TRAPPERS, A. (2008); REESKENS, T./HOOGHE, M. (2008); YAMAGISHI, T./YAMAGISHI, M. (1994); ROTTER, J. B. (1971); STIGLBAUER, K. (2011).

<sup>520</sup> MCKNIGHT, D. H./CUMMINGS, L. L./CHERVANY, N. L. (1998), S. 478.

<sup>521</sup> Vgl. STIGLBAUER, K. (2011), S. 45.

stimmte Vertrauensanreize als ein älterer Vertrauensgeber. Aber auch unabhängig von der Betrachtung des Vertrauenskonstrukts spielt die Berufserfahrung im Rahmen von empirischen Studien mit Kapitalmarktbezug eine wichtige Rolle, was insbesondere für den Asset Management- bzw. Portfoliomanagement-Bereich zutrifft. Für den genannten Bereich stellt die Berufserfahrung der Portfoliomanager nämlich ein bedeutendes Potenzialmerkmal für die Dienstleistung „Asset Management“ dar.<sup>522</sup> Dementsprechend ist das Merkmal auch vor diesem Hintergrund in das Untersuchungsmodell aufzunehmen.

Da Investoren mit zunehmendem Alter bzw. zunehmender Berufserfahrung grundsätzlich weniger risikofreudig agieren und ihre Entscheidungen aufgrund ihres vergleichsweise höheren Stands an Fertigkeiten und Kenntnissen stärker abwägen, ist hierbei im Hinblick auf den Wirkzusammenhang davon auszugehen, dass der personenspezifische Faktor der Berufserfahrung einen direkten negativen Effekt auf die Transaktionsbereitschaft hat.<sup>523</sup> Die entsprechende Hypothese wird wie folgt formuliert:

*H9: Je größer die Berufserfahrung ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor nicht für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.*

Schließlich enthält das Analysemodell den personenspezifischen Faktor der Asset-Klasse, da die befragten Personen Portfolios mit unterschiedlichen Strategien betreuen und dementsprechend jeweils andere Finanzinstrumente fokussieren. Hierbei werden kapitalmarktakteure bzw. potentielle Vertrauensgeber aus den Marktsegmenten Renten-/Geldmarkt, Multi Asset und Aktien für die Analyse herangezogen. Aufgrund der unterschiedlichen Betreuungsgebiete ist es möglich, dass die Entstehung und Wirkung von Vertrauen zwischen den potentiellen Vertrauensgebern variiert. Dies erscheint insbesondere vor dem Hintergrund der verschiedenen Risikoprofile der Anlageklassen als plausibel.<sup>524</sup> Im Hinblick auf den direkten Effekt des Faktors Asset-Klasse auf die Transaktionsbereitschaft sollte mit einer zunehmenden Spezialisierung der Investoren bzw. potentiellen Vertrauensgeber auf den Aktienbereich auch eine höhere Kaufbereitschaft für das Finanzinstrument Aktie einhergehen. Die Hypothese für den direkten Effekt der Asset-Klasse auf die Transaktionsbereitschaft lautet folglich:

---

<sup>522</sup> Vgl. zur Thematik der Berufserfahrung bspw. FERBER, M. (2004); KORNIOTIS, G. M./KUMAR, A. (2011); FENG, L./SEASHOLES, M. (2005); WICKE, J. M. (1997); STANZEL, M. (2007).

<sup>523</sup> Vgl. MORIN, R. A./FERNANDEZ SUAREZ, A. (1983), S. 1201.

<sup>524</sup> Für die genannten Segmente mit ihren Besonderheiten vgl. bspw. MONDELLO, E. (2013); SPREMANN, K. (2008).

*H11: Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.*

### 4.2.3 Aktienkauf als Konsequenz des Vertrauens

Der vorliegenden Arbeit liegt die Annahme zugrunde, dass Investitionsentscheidungen am Aktienmarkt die strengen Annahmen des vollkommenen Markts nicht in vollem Umfang erfüllen. So handeln Marktteilnehmer bspw. nicht streng rational auf der Basis homogener Erwartungen und vollständiger Informationen.<sup>525</sup> Obwohl die Voraussetzungen des vollkommenen Markts also nur zum Teil erfüllt sind, werden dennoch Investitionsentscheidungen von Akteuren am Aktienmarkt getroffen. Erst durch diesen Umstand erscheint es überhaupt notwendig, Markttransaktionen und die hiermit evtl. verbundenen Probleme und Schwierigkeiten untersuchen zu müssen. Eine Möglichkeit, derartige Fragestellungen bzw. Sachverhalte in der Ökonomie analysieren zu können, stellt hierbei der Vertrauensansatz dar, da er sich mit der Lösung von Unsicherheitsproblemen beschäftigt, welche sich wiederum „aus der Existenz von Informationsasymmetrien zwischen Transaktionspartnern ergeben und die Gefahr opportunistischen Verhaltens bedingen“<sup>526, 527</sup> Im Kontext der vorliegenden Arbeit werden Informationsasymmetrien als Informationsnachteile zwischen Transaktionspartnern verstanden, da ein Unternehmen als Vertrauensnehmer natürlicherweise einen Informationsvorsprung gegenüber einem professionellen Investor als Vertrauensgeber hat.<sup>528</sup>

Aufgrund des Informationsvorsprungs des Vertrauensnehmers stehen dem Vertrauensgeber also nicht alle relevanten Informationen zur Verfügung, so dass er sich mit einer gewissen Unsicherheit konfrontiert sieht. Aus diesem Grund handelt es sich bei einer Aktie um das in Abschnitt 3.1.1.1 beschriebene Vertrauensgut. Stünden einem Vertrauensgeber hingegen alle Informationen über den Vertrauensnehmer zur Verfügung, so läge vollkommenes Wissen vor und die Investitionsentscheidung wäre vollständig determiniert. Ein vorhergehender Entscheidungsprozess müsste somit nicht durchlaufen werden. Ebenso sähe sich der Vertrauensgeber

---

<sup>525</sup> Vgl. DRILL, M./HUBMANN, M. J. (2001), S. 415; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 47.

<sup>526</sup> WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 47.

<sup>527</sup> Vgl. FRITSCH, M. (2018), S. 249; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 47; WEIBER, R. (2004), S. 81.

<sup>528</sup> Vgl. KAAS, K. P. (1995), S. 972.

bzw. Investor nicht mit Unsicherheit bzgl. des Emittenten konfrontiert.<sup>529</sup> Durch ihren Zukunftsbezug sind Aktienkaufentscheidungen allerdings immer mit relativ großer Unsicherheit für den Investor verbunden. Diese Unsicherheit wird Kontext der vorliegenden Untersuchung als endogene Unsicherheit bezeichnet.<sup>530</sup>

Die beschriebene endogene Unsicherheit lässt sich in eine qualitätsbezogene und eine verhaltensbezogene Komponente untergliedern.<sup>531</sup> Um Qualitätsunsicherheit handelt es sich hierbei, wenn ein Vertrauensgeber die Qualität eines Transaktionsobjekt, also im vorliegenden Fall einer Aktie, vor dem Kauf nicht vollständig überprüfen kann, da er nicht über den gleichen Kenntnisstand wie der Vertrauensnehmer verfügt. Die Literatur spricht in diesem Zusammenhang auch von verborgenen Informationen (*Hidden Information*) und verborgenen Eigenschaften (*Hidden Characteristics*). Somit setzen sich Ansätze zur Analyse von Qualitätsunsicherheit im Grunde mit dem Problem der Fehlerauswahl bzw. dem Adverse Selection-Problem, auseinander, also dem Umstand, dass bestimmte Eigenschaften eines Guts beim Kauf falsch eingeschätzt werden. War sich ein Vertrauensgeber bzw. Investor zum Zeitpunkt des Kaufs einer Aktie noch relativ sicher, die möglicherweise vorhandenen Risiken richtig eingeschätzt zu haben, so kann sich diese Einschätzung im Nachhinein durchaus auch als falsch erweisen.<sup>532</sup> Aufgrund ihres großen Anteils an Vertrauenseigenschaften verfügen Aktien hierbei über ein vergleichsweise hohes Unsicherheits- bzw. Informationsasymmetriepotenzial.<sup>533</sup> Aktieninvestoren müssen somit oftmals auf den Faktor Vertrauen setzen. Es bleibt ihnen in diesem Zusammenhang also häufig nur die Entscheidung, welcher Quelle und wie stark überhaupt Vertrauen entgegengebracht werden soll.<sup>534</sup>

Die Verhaltensunsicherheit wird vor allem mit dem Moral Hazard-Problem in Verbindung gebracht. Das Problem beschreibt den Umstand, dass nicht alle Handlungen eines Transaktionspartners ersichtlich sind und sich somit nicht in ausreichendem Maße beurteilen lassen. Daher wird auch vom Phänomen der verborgenen Handlung (*Hidden Action*) gesprochen, da sich ein Marktakteur auch anders verhalten kann als im Vorfeld einer Transaktion vermutet. Ebenso wird das Hold Up-Problem im Zusammenhang mit der Verhaltensunsicherheit diskutiert, also

---

<sup>529</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 48; WESSLING, E. (1991), S. 37.

<sup>530</sup> Vgl. HIRSHLEIFER, J./RILEY, J. G. (1979), S. 1376; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 48; SCHÖNBORN, T. (2005), S. 1003. Für die Betrachtung der endogenen Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Vertrauenskonstrukt vgl. Abschnitt 3.2.1.

<sup>531</sup> Vgl. BAYÓN, T. (1997), S. 17.

<sup>532</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 48 f.

<sup>533</sup> Vgl. FRITSCH, M. (2018), S. 255.

<sup>534</sup> Vgl. ESCH, F.-R./RUTENBERG, J. (2006), S. 203 f.

das opportunistische Verhalten „im Rahmen dessen eine Vertragspartei die geschlossenen Vereinbarungen zum eigenen Vorteil und zum Nachteil des Transaktionspartners auslegt“<sup>535</sup>. Die tatsächlichen Absichten des Transaktionspartners sind hierbei zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nicht ersichtlich, was als *Hidden Intention* bezeichnet wird.<sup>536</sup>

Die analytische Klammer der zuvor beleuchteten Probleme bildet die ebenfalls im theoretischen Teil der Arbeit behandelte Prinzipal-Agenten-Theorie.<sup>537</sup> Im Kapitalmarktcontext entsteht eine Prinzipal-Agenten-Beziehung durch den Interessenkonflikt und die asymmetrische Verteilung von Informationen zwischen den (potentiellen) Aktionären als Eigentümer eines Unternehmens und dem Unternehmensmanagement als Inhaber der Verfügungsgewalt. Die Aktionäre bzw. Investoren nehmen bei dieser Betrachtungsweise die Rolle der Risikoträger ein, wofür sie eine risikoadäquate Rendite erwarten. Das Management ist hingegen auf die Unternehmensführung spezialisiert.<sup>538</sup> Sind jedoch beide Parteien im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie Nutzenmaximierer, so ist es durchaus denkbar, dass das Management nicht immer im Interesse der Investoren handelt und stattdessen seine eigenen Ziele verfolgt. Die Delegation der Verfügungsmacht durch die Investoren birgt also immer auch die Möglichkeit für das Unternehmensmanagement sich opportunistisch verhalten zu können.<sup>539</sup>

Die beschriebenen Informationsasymmetrien sowie die daraus resultierende wahrgenommene Unsicherheit für die Investoren stellen den Ursprung der Vertrauensproblematik dar.<sup>540</sup> Für das Vorhandensein eines Vertrauensproblems ist es hierbei notwendig, dass sich der Vertrauensgeber in einer Situation befindet, in der er auf sein Gegenüber angewiesen ist. Eine derartige Situation stellt bspw. die Erbringung einer riskanten Vorleistung in Form des Kaufs einer Aktie durch einen professionellen Investor dar, da sich das Unternehmen entgegen den Erwartungen im weiteren Zeitverlauf opportunistisch verhalten kann. In der Folge nimmt der Investor Unsicherheit wahr, was zu einem erhöhten Vertrauensbedarf führt, da es sich bei einer Aktie um ein Gut mit besonders großem Anteil an Vertrauenseigenschaften handelt.<sup>541</sup> Um den gestiegenen Vertrauensbedarf entsprechend abdecken zu können, bezieht der Investor Faktoren der wahr-

---

<sup>535</sup> WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 49.

<sup>536</sup> Vgl. FRITSCH, M. (2018), S. 264; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 49.

<sup>537</sup> Für die beschriebenen Problemarten aufgrund von Informationsasymmetrien und die Prinzipal-Agenten-Theorie vgl. die Abschnitte 2.3 und 3.2.

<sup>538</sup> Vgl. OSTERLOH, M./WEIBEL, A. (2006), S. 192 f.

<sup>539</sup> Vgl. DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D./DONALDSON, L. (1997), S. 23; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 50.

<sup>540</sup> Vgl. ZANGER, C./DECKOW, F. (2006), S. 50.

<sup>541</sup> Vgl. LUHMANN, N. (2014), S. 53 f.; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 49.

genommen Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens in sein Vertrauensurteil ein. Im vorliegenden Fall umfassen die Faktoren die Fähigkeit, die Glaubwürdigkeit, das Wohlwollen und die Integrität eines Unternehmens. Da die genannten Faktoren allesamt wiederum situative Anreize darstellen, determinieren sie die ökonomische Vertrauenserwartung des Investors. Fällt diese positiv aus, so ist in der Folge auch mit einer entsprechenden Wirkung auf die Transaktionsbereitschaft des Investors zu rechnen.<sup>542</sup> Überprüft wird der Zusammenhang im Rahmen der empirischen Analyse mit Hilfe der nachstehenden Hypothese:

*H7: Bringt ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegen, so steigt die Wahrscheinlichkeit, dass er die Aktie des Unternehmens kauft.*

#### 4.2.4 Interaktionseffekte

Bisher wurde im Rahmen der Modellbildung lediglich die Wirkung von ökonomischen und personenspezifischen Einzeleffekten auf die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors thematisiert. Ein möglicherweise vorhandener Interaktionseffekt zwischen der Ebene der ökonomischen bzw. situativen Anreize und der Ebene der personenspezifischen Merkmale wurde bisher jedoch noch nicht betrachtet.<sup>543</sup> Gerade dieses Zusammenwirken stellt jedoch einen zentralen Analysebestandteil der vorliegenden Arbeit dar. Denn es gilt auch die Frage zu beantworten, ob sich professionelle Investoren bei der Einschätzung der situativen Vertrauenswürdigkeit eines Interaktionspartners von personenspezifischen Faktoren beeinflussen lassen. Grundsätzlich dürfte sich dieser Befragtenkreis nämlich eher nicht von derartigen Faktoren beeinflussen lassen. Der beschriebene Zusammenhang wird anhand der folgenden Hypothese überprüft.

*H6: Bei der Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens wird ein professioneller Investor zumindest teilweise auch von personenspezifischen Faktoren beeinflusst.*

---

<sup>542</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 118.

<sup>543</sup> Im Rahmen der empirischen Analyse werden verschiedene Variablen multiplikativ zu sog. Interaktionstermen verknüpft. Bei diesen Interaktionstermen wird davon ausgegangen das der jeweilige Effekt der unabhängigen Variable auf die abhängige Variable durch die Ausprägung der entsprechenden moderierenden Variable (positiv oder negativ) beeinflusst wird. Für einen Überblick vgl. SOMMET, N./MORSELLI, D. (2017); AGUINIS, H./GOTTFREDSON, R. K./CULPEPPER, S. A. (2013); JACCARD, J. (2001). Hierbei werden auf Basis der Literatur Interaktionseffekte betrachtet, die ihre Wirkung auf zwei verschiedenen Ebenen, d. h. die Vignetten- und die Befragtenebene, entfalten. Vgl. hierzu Kapitel 6.

Der mit Hypothese H6 beschriebene Zusammenhang bildet die Grundlage für die weiteren, noch zu formulierenden Interaktionseffekte. Ein Teil dieser Interaktionseffekte bezieht sich dabei auf die mit der generellen Vertrauensneigung in Verbindung stehenden Faktoren. Eine in der Literatur in diesem Zusammenhang häufig analysierte Annahme besteht darin, dass von der generellen Vertrauensneigung grundsätzlich ein positiver Einfluss auf die in einer bestimmten Situation gebildete Vertrauenserwartung ausgeht, was bspw. RIPPERGER oder YAMAGISHI/YAMAGISHI in ihren Studien bestätigen. Den letztgenannten Autoren zufolge kann die generelle Vertrauensneigung einer Person sogar als „kognitiver Bias“ bei der Bildung der situativen Vertrauenserwartung wirken.<sup>544</sup>

Die Überlegungen zur generellen Vertrauensneigung gründen im Wesentlichen auf ROTTER, der Vertrauen als eine generalisierte Erwartungshaltung bezeichnet. Derartige Vertrauenserwartungen stellen einen relativ festen Bestandteil der Persönlichkeit eines Akteurs dar. Sie können durch Interaktionen mit anderen Akteuren erlernt und auf neuartige Situationen übertragen werden. Allerdings wird die Vertrauenserwartung einer Person nach ROTTER nicht nur durch die generelle Vertrauensneigung, d. h. durch eine situationsunabhängige Einstellung in Form des generalisierten Vertrauens determiniert. Vielmehr wird die Vertrauenserwartung eines Akteurs auch von situativen Kontextfaktoren bzw. spezifischen Erwartungen beeinflusst, wie in Abschnitt 3.3.4 beschrieben. Bei den genannten Erwartungen handelt es sich um situationsabhängige Informationen, die von einem Akteur kognitiv wahrgenommen und verarbeitet werden. In diesem Zusammenhang spricht ROTTER auch von spezifischem Vertrauen, dessen Einfluss auf die Bildung der Vertrauenserwartung mit der Menge an verfügbaren Informationen variieren kann.<sup>545</sup> Hierbei nehmen Akteure mit einer hohen generellen Vertrauensneigung die situationsspezifisch verfügbaren Informationen in Bezug auf die Nicht-Vertrauenswürdigkeit eines Transaktionspartners anders bzw. sensibler wahr als Akteure mit einer geringeren Vertrauensneigung. Die erstgenannten Akteure sind allerdings auch eher dazu bereit, anderen Akteuren eine zweite Chance zu geben.<sup>546</sup> Somit sollte aus dem Zusammenspiel von genereller Vertrauensneigung und situativer Vertrauenserwartung der nachstehend beschriebene Effekt auf die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors ausgehen.

---

<sup>544</sup> Vgl. YAMAGISHI, T./YAMAGISHI, M. (1994), S. 139; RIPPERGER, T. (2003), S. 101 f.

<sup>545</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1967), S. 653; ROTTER, J. B. (1980), S. 1 f.; FRINGS, C. (2010), S. 171 f.

<sup>546</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1980), S. 6; YAMAGISHI, T./YAMAGISHI, M. (1994), S. 150 f.; STIGLBAUER, K. (2011), S. 45.

*H14: Je höher die generelle Vertrauensneigung eines professionellen Investors ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.*

Ein weiterer Interaktionseffekt entsteht aus der Verknüpfung der generellen Vertrauensneigung und der Berufserfahrung einer Person. Hierbei werden zwei Faktoren miteinander verbunden, für die jeweils eine entgegengesetzte Wirkung auf die Aktienkaufbereitschaft angenommen wird. Wie im Rahmen der Beschreibung der Einzeleffekte angeführt, sollte von der Erfahrung ein negativer Effekt ausgehen, je länger ein professioneller Investor im Beruf tätig ist. Im Gegensatz dazu ist bei der generellen Vertrauensneigung von einem positiven Effekt auszugehen. Denn je stärker die Vertrauensneigung ausgeprägt ist, desto eher sollte ein professioneller Investor zum Aktienkauf bewegt werden können. Aus diesen gegenläufigen Effekten ergibt sich nunmehr die Frage, ob sich der Einfluss der generellen Vertrauensneigung auf die Transaktionsbereitschaft mit zunehmender Berufserfahrung verändert. Da die Berufserfahrung am Kapitalmarkt, wie beschrieben, eine besondere Rolle einnimmt, ist hierbei zu vermuten, dass sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung abschwächt.<sup>547</sup> Das bedeutet: Je länger ein professioneller Investor in seinem Beruf tätig ist, desto eher kann er einstellungsbasierte Einflussfaktoren, wie z. B. die generelle Vertrauensneigung, im Rahmen der Investitionsentscheidung ausblenden. Die entsprechende Hypothese zur Überprüfung des Zusammenhangs lautet wie folgt:

*H10: Mit zunehmender Berufserfahrung verringert sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung, so dass die Wahrscheinlichkeit sinkt, dass sich das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.*

Schließlich ist es im Hinblick auf die generelle Vertrauensneigung von Interesse, ob ihr Einfluss von der betreuten Asset-Klasse abhängt und deshalb Unterschiede bzgl. der Transaktionsbereitschaft der professionellen Investoren feststellbar sind. Da die empirische Analyse den Kauf einer fiktiven Aktie untersucht, sollte der Effekt der generellen Vertrauensneigung auf die Transaktionsbereitschaft der Befragten aus dem Betreuungsbereich Aktien am größten sein. Mit abnehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich ist also von einem schwächeren Effekt auszugehen, da bspw. für die Befragten aus dem Renten-/Geldmarkt-Segment eine größere

---

<sup>547</sup> Vgl. hierzu bspw. FRINGS, C. (2010); KORNIOTIS, G. M./KUMAR, A. (2011); FENG, L./SEASHOLES, M. (2005).

„Distanz“ zum Produkt „Aktie“ besteht.<sup>548</sup> Selbst ein sehr hohes Maß an genereller Vertrauensneigung sollte dementsprechend nicht zum Kauf der Aktie führen. Zur Überprüfung des beschriebenen Effekts wird die nachstehende Hypothese herangezogen.

*H13: Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich verstärkt sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung, so dass die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass sich das situationspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.*

Wenn die zunehmende Spezialisierung auf den Aktienbereich im Zusammenspiel mit der generellen Vertrauensneigung einen Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors hat, so könnte dieser Effekt möglicherweise auch für das Zusammenspiel mit dem ökonomischen Vertrauen nachweisbar sein. So sollten z. B. die Befragten aus dem Betreuungsgebiet „Renten-/Geldmarkt“ ein höheres Maß an ökonomischem Vertrauen benötigen, um sich für den Aktienkauf entscheiden zu können. Im Gegenzug benötigen Aktieninvestoren ein geringeres Maß an Vertrauen, um sich für die Aktie zu entscheiden, was sicherlich auf ihre Nähe zum Finanzprodukt und eine eher höhere Risikoneigung zurückzuführen ist. Es sollten sich also auch an dieser Stelle personenspezifische Unterschiede im Hinblick auf die Wahrnehmung der ökonomischen Vertrauensfaktoren bei den Investoren feststellen lassen. Die folgende Hypothese analysiert den beschriebenen Sachverhalt.

*H12: Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die situationspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen einen positiven Einfluss auf die Bereitschaft eines professionellen Investors hat, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.*

Letztlich wird ein moderierender Effekt der Berufserfahrung auf die Beziehung zwischen dem ökonomischen Vertrauen und der Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors vermutet. Dem Einzeleffekt der Berufserfahrung entsprechend sollte sich ein moderierender Effekt vor allem bei jüngeren und damit vergleichsweise unerfahrenen Investoren einstellen. Das bedeutet, dass die wahrgenommenen Faktoren der Vertrauenswürdigkeit insbesondere die jüngeren Kollegen im Zuge ihrer Investitionsentscheidung beeinflussen sollten. Bei den Investoren mit einem höheren Stand an Kenntnissen und Fertigkeiten ist von einer geringeren Wirkung des Vertrauenskonstrukts auszugehen, zumal Investoren mit zunehmender Zeit dazu neigen, Ent-

---

<sup>548</sup> Vgl. zu den Besonderheiten von Asset-Klassen bspw. SPREMAN, K. (2008); MONDELLO, E. (2013).

scheidungen mehr auf Basis von rationalen bzw. neoklassischen Gesichtspunkten und Annahmen zu treffen.<sup>549</sup> Der beschriebene Zusammenhang lässt sich mit der nachstehenden Hypothese analysieren.

*H15: Je höher die Berufserfahrung eines professionellen Investors ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die situationsspezifisch gebildete Vertrauens Erwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.*

### **4.3 Zusammenfassende Darstellung des Untersuchungsmodells**

In diesem Abschnitt werden die zuvor entwickelten bzw. formulierten Hypothesen in Tabellenform zusammengefasst. Hierfür werden zwei Tabellen präsentiert. Die erste Tabelle bezieht sich auf die Hypothesen und vermuteten Wirkzusammenhänge der Einzeleffekte. Die zweite Tabelle beinhaltet die Hypothesen und vermuteten Wirkzusammenhänge für die Interaktionseffekte.

---

<sup>549</sup> Vgl. LIST, J. A. (2003), S. 41.

<b>Hypothesen der Einzeleffekte</b>		
<b>Nr.</b>	<b>Beschreibung</b>	<b>Vermutete Wirkung</b>
H1	Bei einer positiven Einschätzung der Fähigkeit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H2	Bei einer positiven Einschätzung der Glaubwürdigkeit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H3	Bei einer positiven Einschätzung des Wohlwollens steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H4	Bei einer positiven Einschätzung der Integrität steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H5	Die kognitiven Vertrauenselemente (Fähigkeit und Glaubwürdigkeit) haben insgesamt einen größeren Einfluss auf das (ökonomische) Vertrauen eines professionellen Investors in ein Unternehmen als die affektiven bzw. emotionalen (Wohlwollen und Integrität) Vertrauenselemente.	stärkerer Einfluss der kognitiven Elemente
H7	Bringt ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegen, so steigt die Wahrscheinlichkeit, dass er die Aktie des Unternehmens kauft.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H8	Je stärker die generelle Vertrauensneigung ausgeprägt ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H9	Je größer die Berufserfahrung ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor nicht für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.	negativ/geringere Wahrscheinlichkeit
H11	Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit

**Tabelle 6: Überblick der Hypothesen der Einzeleffekte.**

<b>Hypothesen der Interaktionseffekte</b>		
<b>Nr.</b>	<b>Beschreibung</b>	<b>Vermutete Wirkung</b>
H6	Bei der Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens wird ein professioneller Investor zumindest teilweise auch von personenspezifischen Faktoren beeinflusst.	Einfluss personenspezifischer Elemente
H10	Mit zunehmender Berufserfahrung verringert sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung, so dass die Wahrscheinlichkeit sinkt, dass sich das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	negativ/geringere Wahrscheinlichkeit
H12	Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen einen positiven Einfluss auf die Bereitschaft eines professionellen Investors hat, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H13	Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich verstärkt sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung, so dass die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass sich das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H14	Je höher die generelle Vertrauensneigung eines professionellen Investors ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	positiv/höhere Wahrscheinlichkeit
H15	Je höher die Berufserfahrung eines professionellen Investors ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	negativ/geringere Wahrscheinlichkeit

**Tabelle 7: Überblick der Hypothesen der Interaktionseffekte.**

Abbildung 12 fasst schließlich die formulierten Hypothesen nochmals überblicksmäßig zusammen und zeigt das der vorliegenden Analyse zugrundeliegende Untersuchungsmodell.

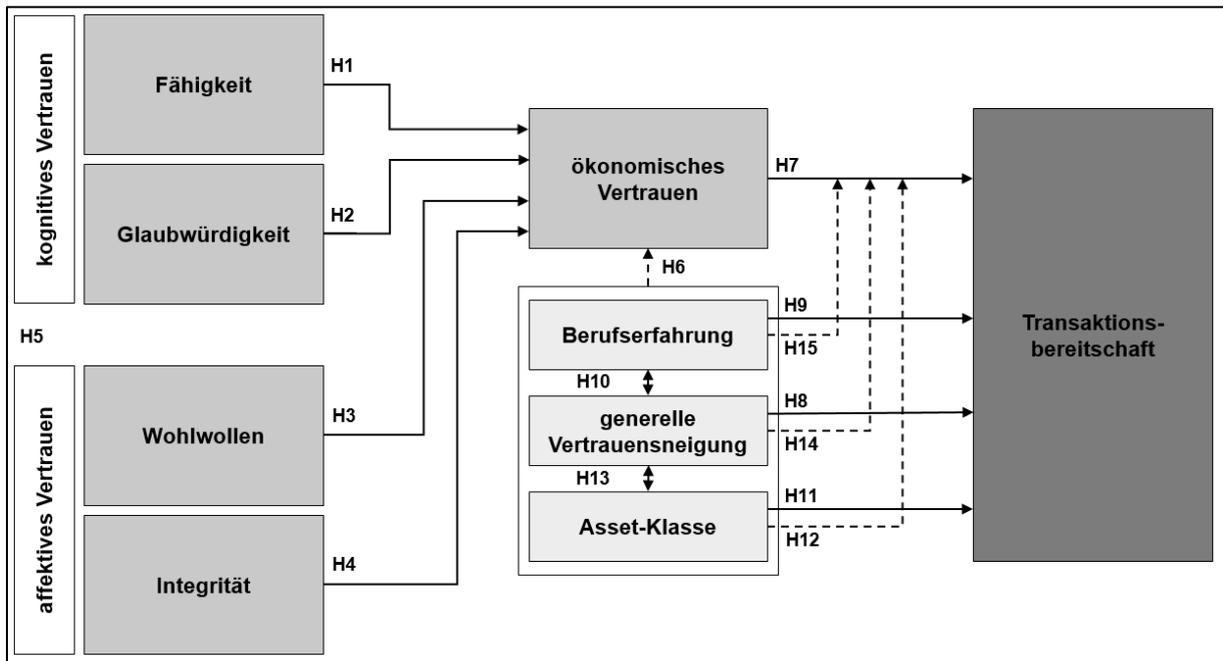


Abbildung 12: Analysemodell mit Hypothesen.

## 5 Grundlagen der empirischen Analyse

### 5.1 Faktorieller Survey als empirisches Messmodell

#### 5.1.1 Grundidee

Der faktorielle Survey wurde bereits in den 1950er Jahren von LAZARSELD und ROSSI entwickelt und verbindet die klassische Befragung mit dem Experiment.<sup>550</sup> Grundidee ist es, bestimmte Merkmale, die über jeweils unterschiedliche Ausprägungen verfügen, systematisch zu variieren und den Befragten mittels eines entsprechenden Fragebogens zu präsentieren.<sup>551</sup> Als Beispiele für derartige Merkmale können Geschlecht, berufliche Qualifikation oder Bildungsgrad genannt werden. Der Fragebogen kann eine Kurzgeschichte, eine Personenbeschreibung oder die Schilderung einer Situation beinhalten und wird als Vignette bezeichnet. Durch die systematische Variation lässt sich die Vignette als eine Art Baukastensystem interpretieren, wobei die einzelnen Merkmale als Vignettenbausteine bezeichnet werden.<sup>552</sup>

Die befragten Personen werden gebeten, sich in den beschriebenen Sachverhalt hineinzusetzen und die Vignette anhand einer Skala zu bewerten. Üblicherweise werden den Befragten mehrere Vignetten zur Beurteilung vorgelegt. Ist dies der Fall, so spricht man von der Beantwortung eines Vignettensets. Die in einem Vignettenset zusammengefassten Vignetten weisen dabei sowohl Gemeinsamkeiten als auch Unterschiede auf. Gemein ist allen Vignetten in diesem Zusammenhang, dass sie auf derselben Ausgangssituation beruhen. Zudem dienen alle Vignetten der Beantwortung derselben Forschungsfrage, was auch die Verwendung einer einheitlichen Skala impliziert. Als wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Vignetten ist jedoch die Variation einzelner Situationsmerkmale anzuführen. Durch diese unterschiedlich ausgeprägten situativen Merkmale ist es schließlich möglich, Abweichungen im Antwortverhalten der Befragten zu analysieren. Die auch als Vignettendimensionen bezeichneten Situationsmerkmale bilden hierbei die unabhängigen Variablen der Untersuchung.<sup>553</sup> Die Grundidee des faktoriellen Surveys bzw. der Vignettenanalyse soll nochmals mit Hilfe einer Beispielstudie von STEINER und ATZMÜLLER verdeutlicht werden.

---

<sup>550</sup> Vgl. ROSSI, P. H. (1979), S. 177 f.

<sup>551</sup> Vgl. STEINER, P. M./ATZMÜLLER, C. (2006), S. 117; FRINGS, C. (2010), S. 193.

<sup>552</sup> Vgl. FINCH, J. (1987), S. 105; SCHOENBERG, N. E./RAVDAL, H. (2000), S. 63 f.; ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 29 f.; STEINER, P. M./ATZMÜLLER, C. (2006), S. 117; FRINGS, C. (2010), S. 193.

<sup>553</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 31; FRINGS, C. (2010), S. 193.

Karten-Nr.: 12

Herr Miko kommt aus **Ungarn**.  
 Er ist **Single** und spricht noch sehr **schlecht Deutsch**, zur Zeit arbeitet er in Österreich als **Angestellter in mittlerer Position**. Er hat einmal eine **Anzeige wegen unterlassener Meldepflicht** erhalten.

**Ich würde**

auf keinen Fall zustimmen       auf jeden Fall zustimmen

**die meisten Pensionisten würden**

auf keinen Fall zustimmen       auf jeden Fall zustimmen

**Abbildung 13: Vignettenbeispiel.**<sup>554</sup>

Mit der Studie verfolgen die Autoren das Ziel, Einstellungen und Meinungen darüber zu erheben, ob und unter welchen Voraussetzungen Migranten die österreichische Staatsbürgerschaft zuerkannt werden sollte oder nicht. Zudem soll die Studie Aufschluss darüber geben, ob die Zugehörigkeit der Respondenten zu einer bestimmten Personengruppe (Studierende oder Pensionisten) deren Zustimmung zur Anerkennung der Staatsbürgerschaft für Migranten beeinflusst. Zur Beschreibung des Staatsbürgerschaftsbewerbers konzipierten die Autoren Vignettenkärtchen, die jeweils die fünf Dimensionen Herkunftsland, Ehestand, Straftaten, Sprachkenntnisse und Qualifikation enthielten. Die drei erstgenannten Dimensionen umfassten jeweils drei, die beiden letztgenannten Dimensionen noch jeweils zwei Ausprägungen bzw. Faktorstufen.<sup>555</sup>

Um einen Zusammenhang zwischen den Dimensionen bzw. den unabhängigen Variablen und der abhängigen Variable „Zustimmung zur Anerkennung der Staatsbürgerschaft“ ermitteln zu können, werden zunächst die Faktorstufen jeder Dimension miteinander multipliziert, d. h. es wird ein kartesisches Produkt gebildet. Im Falle der Beispielstudie ergibt das Produkt aus  $3 \times 3 \times 3 \times 2 \times 2$  insgesamt 108 mögliche Vignetten. Diese 108 Vignetten bilden die Vignettenpopulation und werden den befragten Personen zur Beurteilung vorgelegt.<sup>556</sup> Bei einer derart hohen Anzahl an Vignetten erhalten die Befragten jedoch nur eine Auswahl der möglichen Kombinationen, um bspw. Ermüdungseffekte zu vermeiden. Handelt es sich hingegen um eine kleine Vignettenpopulation kann den Respondenten die gesamte Vignettenpopulation zur Beurteilung vorgelegt werden.<sup>557</sup> Auf Grundlage der über die Bewertung der einzelnen Vignetten gewonnenen Daten wird dann in einem zweiten Schritt das Antwortverhalten der Befragten mittels statistischer Verfahren analysiert. Hierfür kommen oftmals Regressions- oder Varianzanalysen

<sup>554</sup> Vgl. STEINER, P. M./ATZMÜLLER, C. (2006), S. 135.

<sup>555</sup> Vgl. ebd., S. 134.

<sup>556</sup> Vgl. ROST, K. (2018), S. 45; JASSO, G. (2006), S. 340; FRINGS, C. (2010), S. 195.

<sup>557</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 195; ROST, K. (2018), S. 59 f.

zum Einsatz. Durch diese Verfahren lässt sich schließlich feststellen, wie stark „die variierenden Situationsmerkmale die Bewertung der Situation durch die Versuchsperson beeinflussen“.<sup>558, 559</sup>

Grundsätzlich ist der faktorielle Survey bzw. die Vignettenanalyse den dekompositionellen Verfahren zuzuordnen, da die Gesamturteile der Befragten bzw. deren Gesamtpräferenzen für eine Kombination von mehreren Ausprägungen mehrerer Dimensionen erst im Rahmen der statistischen Analyse in Teilpräferenzen zerlegt werden. Im Gegensatz dazu werden bei kompositionellen Verfahren der Präferenzermittlung Dimensionen und deren Ausprägungen zunächst einzeln beurteilt, wie die Fragen „Wie wichtig ist Ihnen die Farbe eines Autos?“ und „Wie gefällt Ihnen die Farbe schwarz bei einem Auto?“ verdeutlichen sollen. Erst nach Abgabe der Einzelurteile werden diese zu einem Gesamturteil zusammengefasst.<sup>560</sup>

Als Erhebungsinstrument sind faktorielle Surveys in zwei Forschungsbereichen besonders gut geeignet. Der erste dieser Bereiche beschäftigt sich mit der Analyse latenter Konstrukte. Latente Konstrukte umfassen wissenschaftliche Objekte, die sich einer direkten Beobachtung oder Messung entziehen und somit erst operationalisiert werden müssen. Als Beispiele sind in diesem Zusammenhang Einstellungen und Erwartungen zu nennen, da es sich hierbei um Zustände handelt, die lediglich mental vorliegen. Der zweite Bereich, für welchen der faktorielle Survey ebenfalls ein attraktives Erhebungsinstrument darstellt, beinhaltet diejenigen Konstrukte, deren Ausprägungen aus theoretischer Sicht der Konditionalität unterliegen. Das bedeutet, dass die Ausprägungen der zu analysierenden Konstrukte in Abhängigkeit von situativen Gegebenheiten variieren können. Inwiefern im Rahmen der vorliegenden Arbeit Konditionalität unterstellt wird, soll im Folgenden anhand der verwendeten Vertrauensansätze (soziologischer Vertrauensansatz und ökonomischer Vertrauensansatz) erläutert werden.<sup>561</sup>

Aus soziologischer Sicht stellt Vertrauen eine generelle Einstellung einer Person dar, die das Ergebnis eines Lern- und Sozialisierungsprozesses ist. Sie ist somit von den vorangegangenen Erfahrungen mit der Vertrauenswürdigkeit anderer Personen oder Institutionen abhängig. Da sich die generelle Vertrauensneigung letztlich in einem relativ stabilen Persönlichkeitsmerkmal niederschlägt, bleibt sie unabhängig von bestimmten situativen Gegebenheiten konstant. Daher

---

<sup>558</sup> FRINGS, C. (2010), S. 195.

<sup>559</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 195; KUNZ, J. (2014), S. 476.

<sup>560</sup> Vgl. BAIER, D./BRUSCH, M. (2009), S. 3; HAIR, J. F. et al. (2006), S. 389 f.

<sup>561</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 196.

liegt im Falle des soziologischen Vertrauensansatzes auch keine Konditionalität vor.<sup>562</sup> Im Gegensatz hierzu steht der ökonomische Vertrauensansatz, der sich in der beschriebenen wert-erwartungstheoretischen Modellierung widerspiegelt. In einer konkreten Entscheidungssituation wird die Vertrauenserwartung nämlich in Abhängigkeit von bestimmten situativen Anreizen und unter Abwägung des Chancen-Risiko-Potentials vom Vertrauensgeber gebildet. Es handelt sich hierbei also nicht um ein stabiles Vertrauenselement, was das Vorhandensein von Konditionalität impliziert. Insgesamt kann somit festgehalten werden, dass das Vertrauenskonstrukt sowohl eine latente als auch eine konditionale Komponente enthält. Um diesem Umstand im Hinblick auf die empirische Analyse entsprechend Rechnung zu tragen, wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit auf den faktoriellen Survey als Messinstrument zurückgegriffen.<sup>563</sup>

Nachdem der faktorielle Survey als empirisches Messmodell überblicksartig vorgestellt und dessen mögliches Einsatzspektrum beleuchtet wurde, soll nunmehr die vergleichsweise aufwendige Konstruktion des faktoriellen Surveys thematisiert werden. Hintergrund ist, dass die Schätzeigenschaften der erhobenen Daten stark vom Aufbau des faktoriellen Surveys bzw. der Vignette abhängen. Daher kommt einer sorgfältigen Konstruktion des faktoriellen Surveys eine große Bedeutung zu.<sup>564</sup>

### 5.1.2 Konstruktion eines faktoriellen Surveys

Die Zusammenstellung eines faktoriellen Surveys kann grundsätzlich in drei Schritte untergliedert werden. Im ersten Schritt erfolgt die Festlegung der Dimensionen und der Dimensionsausprägungen. Anschließend wird eine fiktive Ausgangssituation gewählt. Schließlich umfasst der dritte Schritt die Operationalisierung der abhängigen Variable(n).<sup>565</sup> Auf die einzelnen Teilschritte soll nun detailliert eingegangen werden.

Im Zuge des ersten Arbeitsschrittes stellt sich die Frage, wie viele Dimensionen sinnvollerweise in den faktoriellen Survey aufgenommen werden sollten. Hauptkriterium dafür, welche bzw. wie viele Dimensionen in den faktoriellen Survey einfließen, ist deren Relevanz für die Beurteilung der Situation. Somit besteht in der Literatur keine eindeutige Regelung für die „richtige“

---

<sup>562</sup> Vgl. ROTTER, J. B. (1980), S. 1; MEIFERT, M. (2003), S. 22 f.; STIGLBAUER, K. (2011), S. 44; FRINGS, C. (2010), S. 196.

<sup>563</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 196.

<sup>564</sup> Vgl. JASSO, G. (2006), S. 340.

<sup>565</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 214.

Anzahl von Dimensionen. Sind in den einzelnen Vignetten bspw. zu viele Dimensionen enthalten, so ist es möglich, dass die Respondenten überfordert werden. In der Folge nehmen sie nur noch einzelne Dimensionen als relevant wahr und bewerten diese über. Dementsprechend empfehlen einige Autoren, maximal sechs bis acht Vignettendimensionen zu verwenden.<sup>566</sup> Zudem empfiehlt die Literatur die Anzahl der Ausprägungen je Dimension so zu wählen, dass diese gleich groß sind. Grund für die Empfehlung ist der sog. *Number-of-Level-Effect*. Demnach kann eine ungleiche Verteilung der Dimensionsausprägungen dazu führen, dass die Respondenten denjenigen Dimensionen, die über eine größere Anzahl an Ausprägungen verfügen, eine höhere Bedeutung zuschreiben.<sup>567</sup>

Für die Konstruktion eines schlanken Vignettendesigns sprechen weiterhin auch statistische Gründe. Einerseits kann nämlich eine zu hohe Anzahl von Dimensionen und Dimensionsausprägungen die interne Validität der Daten negativ beeinflussen.<sup>568</sup> Andererseits sollte das Vignettendesign auch aufgrund der besonderen Datenstruktur „schlank“ gehalten werden. Dies ist auf dem Umstand zurückzuführen, dass ein Respondent nicht nur ein Vignettenurteil abgibt, sondern mehrere. Somit wird der Befragte nicht nur durch die experimentelle Variation der Dimensionsausprägungen beeinflusst. Vielmehr kann davon ausgegangen werden, dass durch die Häufung von Urteilen auch eine respondentenspezifische Varianz vorliegt, was die statistische Modellierung bei einem sehr üppig bzw. mit mehreren Ebenen ausgestatteten Vignettendesign zusätzlich erschwert. Werden Daten auf die beschriebene Art erhoben, so weisen diese eine hierarchische Datenstruktur auf.<sup>569</sup>

Der zweite Schritt der Vignettenkonstruktion umfasst die Festlegung der fiktiven Ausgangssituation. Die Ausgangssituation bildet die Grundlage für jede Vignette und bleibt unverändert, d. h. die Variation der Vignetten erfolgt durch die experimentelle Zusammenstellung der Dimensionen bzw. der Dimensionsausprägungen. Um eine möglichst realistische und plausibel wirkende Vignette konstruieren zu können, ist es wichtig, die Ausgangssituation in ihrer Formulierung genau auf die Dimensionen abzustimmen. Ist dies der Fall, können sich die befragten

---

<sup>566</sup> Vgl. AUSPURG, K./HINZ, T. (2015), S. 18; ROST, K. (2018), S. 54; BECK, M./OPP, K.-D. (2001), S. 287.

<sup>567</sup> Vgl. WITTINK, D. R./KRISHNAMURTHI, L./REIBSTEIN, D. J. (1990), S. 113 f.; AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S./SAUER, C. (2009), S. 26; FRINGS, C. (2010), S. 216; ROST, K. (2018), S. 54.

<sup>568</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 214. Der Begriff der internen Validität bezeichnet im Zusammenhang mit einer statistischen Analyse den Umstand, dass tatsächlich ein bestimmter Stimulus die Veränderung der abhängigen Variablen bewirkt. Vgl. hierzu STEIN, P. (2014), S. 140.

<sup>569</sup> Vgl. AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2009), S. 62; FRINGS, C. (2010), S. 214 f. Zu den Besonderheiten der hierarchischen Datenstruktur im Rahmen der Vignettenanalyse vgl. auch Abschnitt 6.1.1.

Personen besser in die beschriebene Situation hineinversetzen.<sup>570</sup> Zudem ist es eher wahrscheinlich, dass die Befragten eine ähnliche Situation bereits erlebt haben und aufgrund dessen auch ein realitätsnahes Urteil abgeben können, was letztlich Ziel des Einsatzes eines faktoriellen Surveys ist.<sup>571</sup> Aus diesem Grund sollte vor der eigentlichen Untersuchung ein Pretest durchgeführt werden, um zu überprüfen, ob der angedachte Befragtenkreis die dargestellten Vignettensituationen als realitätsnah empfindet.<sup>572</sup>

Die Operationalisierung der abhängigen Variablen ist Gegenstand des dritten Konstruktions-schrittes. Neben der zuvor beschriebenen Ausgangssituation ist auch die Skala, welche zur Erhebung der abhängigen Variablen zum Einsatz kommt, für alle Vignetten gleich.<sup>573</sup> Üblicherweise werden bei faktoriellen Surveys Ratingskalen verwendet, was auch bei der in Abschnitt 5.2.2 dargestellten Beispielvignette der Fall ist.<sup>574</sup> Ratingskalen sind bei Forschern sehr beliebt, da sie leicht administriert werden können. Zudem kennen die meisten Respondenten Ratingskalen bereits aus anderen Forschungsprojekten, so dass sie mit dem Erhebungsinstrument entsprechend vertraut sind.<sup>575</sup>

Aus forschungspragmatischen Gründen werden die mittels einer Ratingskala erhobenen Daten oftmals als metrische Daten behandelt, da diese dann leichter interpretiert werden können. Genau genommen weisen die Beobachtungsdaten jedoch ein ordinales Skalenniveau auf. Dementsprechend sollte zur statistischen Auswertung des Datenmaterials nicht auf lineare Regressionsmodelle, sondern auf logistische Regressionsmodelle zurückgegriffen werden, was auch der Vorgehensweise der vorliegenden Arbeit entspricht.<sup>576</sup>

Im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung der Skala empfiehlt die Literatur, die Anzahl der Skaleneinheiten nicht zu gering zu wählen. Hintergrund ist, dass bei faktoriellen Surveys, wie kurz zuvor beschrieben, nur eine einzige Ratingskala verwendet wird. So sollte die Ratingskala eines faktoriellen Surveys zwischen sieben und elf Skaleneinheiten aufweisen.<sup>577</sup> Bei der Entscheidung über die Skaleneinheiten ist zusätzlich die Fähigkeit der Probanden zu beachten, den beschriebenen Sachverhalt differenziert beurteilen zu können. Auch im Hinblick auf die Diffe-

---

<sup>570</sup> Vgl. FINCH, J. (1987), S. 110; FRINGS, C. (2010), S. 216.

<sup>571</sup> Vgl. DÜLMER, H. (2014), S. 721; AUSPURG, K./ABRAHAM, M./HINZ, T. (2009), S. 221.

<sup>572</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 216; ROST, K. (2018), S. 89.

<sup>573</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 216.

<sup>574</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 40; DÜLMER, H. (2014), S. 724 f.

<sup>575</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 217.

<sup>576</sup> Vgl. AUSPURG, K./ABRAHAM, M./HINZ, T. (2009), S. 90; WINSHIP, C./MARE, R. D. (1984), S. 522 f. Zur Ordinalskala vgl. ausführlich auch Abschnitt 8.4.3 in DÖRING, N./BORTZ, J. (2016).

<sup>577</sup> Vgl. JÄPEL, W. (1985), S. 151; FRINGS, C. (2010), S. 217; STIER, W. (1999), S. 67 f.

renziertheit der Skala empfiehlt die Literatur, zwischen sieben und elf Skaleneinheiten zu verwenden. Eine höhere Anzahl von Skaleneinheiten gilt insbesondere dann als zumutbar, wenn es sich bei den Respondenten um Personen handelt, die ein vergleichsweise hohes Bildungsniveau haben bzw. über Expertenwissen verfügen.<sup>578</sup>

Abgesehen von einer nicht zu geringen Anzahl an Skaleneinheiten sollte eine Ratingskala nach STIER ein weiteres Merkmal aufweisen. In diesem Zusammenhang sollten Forscher eine ungerade Kategorienzahl verwenden. Das hat den Vorteil, dass echt neutrale Positionen, wie z. B. „weder-noch“ oder „unentschieden“ von pseudo-neutralen Positionen, wie bspw. „weiß nicht“, unterschieden werden können.<sup>579</sup> Da die Befragten aufgrund der Ausweichkategorie nicht zu einer Antwort gezwungen werden, wird diese Art von Skala als nicht-forcierte Ratingskala bezeichnet. Durch den Einsatz von nicht-forcierten Ratingskalen kann vermieden werden, dass die befragten Personen Urteile abgeben, die ihren Wissens- oder Informationsstand überschreiten, was letztlich zu einer Verzerrung des Datenmaterials führen würde.<sup>580</sup>

## 5.2 Faktorieller Survey zur Erhebung des Investorenvertrauens

### 5.2.1 Bestimmung der Vignettenpopulation und der Vignettensets

Die zuvor allgemein beschriebenen Aspekte der Vignettenkonstruktion sollen nun auf die vorliegende Arbeit übertragen werden. Hierzu ist zunächst die Vignettenpopulation zu bestimmen, d. h. es müssen die zur Analyse von Vertrauen im Rahmen der Investitionsentscheidung professioneller Investoren notwendigen Dimensionen miteinander in Verbindung gebracht werden.<sup>581</sup> Wie im vorhergehenden Kapitel beschrieben, werden für die Analyse des Investorenvertrauens vier Dimensionen als relevant erachtet: Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität. Für die genannten Dimensionen (Faktoren) sind im nächsten Schritt die jeweils zugehörigen Dimensionsausprägungen (Faktorstufen) festzulegen. Im vorliegenden Fall erhalten die vier Dimensionen jeweils zwei Ausprägungen, eine positive und eine negative Ausprägung. Somit ergibt sich die Gesamtzahl aller möglichen Vignetten, wie oben beschrieben, aus  $2 \times 2 \times 2 \times 2 = 16$  bzw.  $2^4 = 16$ .<sup>582</sup>

---

<sup>578</sup> Vgl. STIER, W. (1999), S. 66 f.; FRINGS, C. (2010), S. 217.

<sup>579</sup> Vgl. STIER, W. (1999), S. 69.

<sup>580</sup> Vgl. JÄPEL, W. (1985), S. 154; STIER, W. (1999), S. 69.

<sup>581</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 218.

<sup>582</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 34.

Wurde die Vignettenpopulation, die auch als Vignettenuniversum bezeichnet wird, erstellt, ist zu prüfen, ob in den einzelnen Vignetten möglicherweise nicht sinnvolle oder unrealistische Kombinationen von Ausprägungen enthalten sind. Liegt bspw. eine Vignette mit den Dimensionen „Bildung“ und „Alter“ zur Beurteilung vor, so wäre die Kombination der Ausprägungen „Hochschulabschluss“ und „Alter unter zwanzig“ unrealistisch. In einem solchen Fall müsste die Vignettenpopulation vom Forscher entsprechend bereinigt werden.<sup>583</sup> Im Rahmen der vorliegenden Arbeit ist eine Bereinigung des Vignettenuniversums nicht notwendig, was in der Auswahl der Dimensionen generell und der Formulierung der Dimensionsausprägungen im Speziellen begründet liegt. So wurde im Vorfeld der Generierung des Vignettenuniversums darauf geachtet, dass eine oder mehrere negativ ausgeprägte Dimensionen – im übertragenen Sinn also „negative Unternehmenseigenschaften“ – die verbleibenden positiv ausgeprägten Dimensionen nicht von vornherein ausschließen. So ist es ja bspw. durchaus denkbar, dass dem Management eines Unternehmens besondere Fähigkeiten zugesprochen werden, die vom Unternehmen abgegebenen Prognosen jedoch nicht immer überzeugen können.

In nahezu allen Vignettenstudien erhalten die befragten Personen mehrere Vignetten zur Beantwortung.<sup>584</sup> Auf diese Weise können selbst bei einer relativ kleinen Befragtenanzahl ausreichend viele Urteile gewonnen werden.<sup>585</sup> Zudem lassen sich sog. within-subject-Effekte, also befragtenspezifische Unterschiede im Urteils- und Entscheidungsverhalten, erkennen, wenn eine Person mehrere Vignetten bewertet.<sup>586</sup> Eine klare Richtlinie bzgl. der Anzahl an vorzulegenden Vignetten pro Person existiert in der Literatur jedoch nicht. In der Regel sollten die Respondenten aber nicht mehr als 10 bis 20 Vignetten erhalten.<sup>587</sup>

Um alle Haupt- und Interaktionseffekte ohne Weiteres schätzen zu können, müsste den Befragten grundsätzlich das gesamte Vignettenuniversum zur Beantwortung vorgelegt werden. Im Falle der vorliegenden Arbeit also 16 Vignetten. Da die Beantwortung einer so hohen Anzahl von Vignetten jedoch zu viel Zeit beanspruchen würde und zudem mit Lern- und Ermüdungseffekten zu rechnen wäre, ist es notwendig, die Vignettenanzahl pro Person entsprechend zu

---

<sup>583</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 218; BECK, M./OPP, K.-D. (2001), S. 290.

<sup>584</sup> Vgl. ROSSI, P. H. et al. (1974), S. 175 f.; BECK, M./OPP, K.-D. (2001), S. 290 f.; AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2009), S. 67.

<sup>585</sup> Vgl. AUSPURG, K./ABRAHAM, M./HINZ, T. (2009), S. 179; AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2009), S. 67.

<sup>586</sup> Vgl. AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2009), S. 67.

<sup>587</sup> Vgl. BECK, M./OPP, K.-D. (2001), S. 291; FRINGS, C. (2010), S. 218; CARLSON, B. E. (1999), S. 206 f.; JASSO, G./OPP, K.-D. (1997), S. 953; DÜLMER, H. (2014), S. 53.

reduzieren.<sup>588</sup> Hierfür stehen dem Forscher in Abhängigkeit der Größe des Vignettenuniversums und der Größe der Stichprobe zwei Möglichkeiten zur Verfügung.<sup>589</sup>

Die erste Option sieht die Entnahme einer kleineren Vignetten-Subpopulation aus der gesamten Population vor. Entscheidet sich der Forscher für diese Art der Fraktionalisierung, so wird die Subpopulation entweder mittels eines experimentellen Designs oder anhand einer Zufallsauswahl ausgewählt. Dabei sind in Abhängigkeit der gewählten Strategie verschiedene Restriktionen bzgl. der Schätzeigenschaften und der Interpretation der Effekte zu berücksichtigen. Durch die Reduktion der Vignettenpopulation entstehen nämlich Vermischungsstrukturen, so dass möglicherweise nicht mehr alle Vignetteneffekte geschätzt werden können. Dies wird auch als Konfundierung oder Aliasing bezeichnet.<sup>590</sup>

Experimentelle Designs bieten hierbei den Vorteil, dass die Vermischung der Effekte im Vorfeld durch den Forscher festgelegt werden kann. Somit lässt sich gezielt bestimmen, welche Haupt- und welche Interaktionseffekte schätzbar bleiben sollen. Handelt es sich dagegen um ein kleineres Design mit nur wenigen Dimensionen und einer gleichen Anzahl von Dimensionsausprägungen, so kann auch auf in der Literatur vorhandene Designpläne zurückgegriffen werden, was den mit der Erstellung des experimentellen Designs verbundenen Aufwand erheblich verringert.<sup>591</sup> Grundsätzlich sind experimentelle Designs immer dann zu empfehlen, wenn „jene Interaktionseffekte, die mit den Haupteffekten vermischt sind, als unbedeutend oder gleich null angenommen werden können“<sup>592</sup>.

Im Vergleich zur experimentellen Auswahl ist die zufällige Auswahl der Subpopulation deutlich weniger komplex. Die Konfundierungsstruktur ist allerdings nicht planbar und muss deshalb vor der eigentlichen Datenerhebung getestet werden. Auch im Falle der zufälligen Auswahl gilt, dass die mit den Haupteffekten vermischten Effekte als vernachlässigbar oder null angenommen werden müssen. Somit bleiben auch im Rahmen der Zufallsauswahl oftmals nur noch Haupteffekte schätzbar. Um die Konfundierungsstruktur verbessern zu können, ist es jedoch möglich, die Zufallsauswahl so lange zu wiederholen, bis eine zufriedenstellende Vermischung erreicht wird. Allerdings ist bei dieser Vorgehensweise mit einer Abweichung in Bezug

---

<sup>588</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 34; AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2009), S. 67 f.

<sup>589</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 35.

<sup>590</sup> Vgl. COCHRAN, W. G./COX, G. M. (1957), S. 244 f.; ALEXANDER, C. S./BECKER, H. J. (1978), S. 95 f.; JASSO, G. (2006), S. 343 f.; ROSSI, P. H./ANDERSON, A. B. (1982), S. 40 f.; ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 35.

<sup>591</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 35. Für eine Auswahl an Designplänen vgl. bspw. KIRK, R. E. (2013).

<sup>592</sup> ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 35.

auf die Orthogonalität des Designs zu rechnen, da nicht alle möglichen Faktorstufen-Kombinationen mit gleicher Häufigkeit im Versuchsplan enthalten sind.<sup>593</sup>

Die zweite Option sieht die Aufteilung des gesamten Vignettenuniversums in verschiedene Sets vor, so dass alle möglichen Faktorstufen-Kombinationen Berücksichtigung finden. Auch im Falle der Setbildung kann der Forscher wiederum zwischen einer experimentellen oder einer zufallsgestützten Vorgehensweise wählen. Da für die Zufallsauswahl die Nachteile der unkontrollierbaren Vermischungsstruktur bestehen bleiben, können mit Hilfe einer experimentellen Vorgehensweise deutlich bessere Ergebnisse erzielt werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn ein sog. *Randomized Block Confounded Factorial Design (RBCF)* verwendet wird.<sup>594</sup>

Für die Verwendung eines RBCF-Designs sprechen mehrere Gründe. In diesem Zusammenhang ist zunächst anzuführen, dass sich die Anzahl von Vignetten pro Respondent deutlich reduzieren lässt. Hierdurch kann einerseits eine Überbeanspruchung der Befragten vermieden werden. Andererseits lässt sich durch die Verringerung der Vignettenanzahl pro Set eine größere Homogenität der Befragtenurteile erreichen, was letztlich zu einer höheren Güte der statistischen Analyse führt.<sup>595</sup> Ein weiterer Vorteil des RBCF-Designs ist, dass sich die Konfundierungsstruktur aufgrund der experimentellen Vorgehensweise gezielt planen lässt. Somit kann das Design an den inhaltlichen Anforderungen und den interessierenden Interaktionseffekten ausgerichtet werden. Zudem sind nur die höheren Interaktionseffekte mit dem Seteffekt vermischt, so dass die Haupteffekte und die relevanten Interaktionseffekte schätzbar bleiben. Schließlich kann aufgrund der Balanciertheit und der strikten Orthogonalität des RBCF-Designs die statistische Effizienz der Schätzung maximiert werden, was ebenfalls als Vorteil zu sehen ist. Aus genannten Gründen basiert auch die empirische Analyse der vorliegenden Arbeit auf dem RBCF-Design.<sup>596</sup>

Um eine optimale Aufteilung der Vignetten im Sinne des RBCF-Designs gewährleisten zu können, sollte die Setgröße ein ganzes Vielfaches der Vignettenpopulation darstellen. Auf der Basis von insgesamt 16 Vignetten sind im vorliegenden Fall somit entweder zwei Sets mit jeweils acht Vignetten, vier Sets mit jeweils vier Vignetten oder acht Sets mit jeweils zwei Vignetten möglich.<sup>597</sup> Durch die Wahl einer Setgröße wird gleichzeitig auch die Konfundierungsstruktur der Effekte festgelegt. Falls also Haupteffekte und relevante Wechselwirkungseffekte geschätzt

---

<sup>593</sup> Vgl. STEINER, P. M./ATZMÜLLER, C. (2006), S. 123; ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 35 f.

<sup>594</sup> Vgl. KIRK, R. E. (2013), S. 720; ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 36.

<sup>595</sup> Vgl. STEINER, P. M./ATZMÜLLER, C. (2006), S. 133.

<sup>596</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 36.

<sup>597</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2010), S. 133 f.

werden sollen, sollte die Setgröße ein ganzes Vielfaches derjenigen Faktorstufenkombination darstellen, die für den Forscher noch von Interesse ist. Im vorliegenden Fall fiel die Entscheidung auf vier Sets zu je vier Vignetten, da vier ein ganzes Vielfaches von zwei ist und somit alle Haupteffekte unvermischt schätzbar bleiben. Auch im Hinblick auf die Zweifach-Wechselwirkungseffekte erweisen sich vier Sets als günstig, weil vier ein ganzes Vielfaches von  $2 \times 2$  darstellt. Zudem sind bei der Beantwortung von vier Vignetten keine Ermüdungseffekte zu erwarten.<sup>598</sup> Neben den genannten statistischen Aspekten spricht vor allem auch der Kreis der befragten Personen für die Wahl eines Sets mit vier Vignetten. Da die Vignetten den Befragten bzw. den professionellen Investoren während ihrer beruflichen Tätigkeit vorgelegt wurden, galt es die zeitliche Beanspruchung entsprechend verträglich zu gestalten. Dieser Eindruck bestätigte sich in der Pretest-Phase.<sup>599</sup>

Im Anschluss an die Festlegung der Vignettensetgröße müssen die Vignetten systematisch auf die einzelnen Sets verteilt werden. Hierbei ist darauf zu achten, dass das Design möglichst orthogonal und balanciert ausgerichtet ist, um auch tatsächlich alle Haupt- und Zweifach-Wechselwirkungseffekte effizient schätzen zu können. Als balanciert gilt ein Design, wenn die Vignetten innerhalb des jeweiligen Sets gleich oft gemessen werden. Enthält jedes Set zudem die gleiche Anzahl an Dimensionsausprägungen, so erfüllt es auch die Anforderung der Orthogonalität.<sup>600</sup>

## 5.2.2 Festlegung des Analysedesigns

Nachdem das Vignettenuniversum sowie die Vignettensets bestimmt wurden, wird in diesem Abschnitt das spezifische Erhebungsdesign der vorliegenden Arbeit thematisiert. Das Erhebungsdesign besteht hierbei aus einem zweiteiligen Fragebogen. Der erste und zugleich wichtigste Teil des Fragebogens umfasst den faktoriellen Survey, der als within-subjects Design konzipiert ist, da die Befragten wiederholt zur Messung der abhängigen Variablen (AV) auf verschiedenen Stufen der unabhängigen Variablen (UV) herangezogen werden.<sup>601</sup> Mit Hilfe des Surveys soll das zuvor beschriebene Vertrauenskonstrukt operationalisiert und die grundlegenden Annahmen der ökonomischen Vertrauens Theorie überprüft werden. Faktorielle Surveys ei-

---

<sup>598</sup> Vgl. SAUER, C./AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2011), S. 90 f.; AUSPURG, K./HINZ, T./LIEBIG, S. (2009), S. 67 f.; ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 38.

<sup>599</sup> Der Pretest zur Analyse wird in Abschnitt 5.5 beleuchtet.

<sup>600</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 38.

<sup>601</sup> Vgl. ELLERMEIER, W./BÖSCHE, W. (2010), S. 39.

genen sich in besonderem Maße zur Erfassung und empirischen Analyse von latenten Konstrukten, wie z. B. Einstellungen und Erwartungen, da bei diesen Konstrukten davon auszugehen ist, dass deren Ausprägungen in Abhängigkeit von situativ gegebenen Bedingungen variieren.<sup>602</sup> Vertrauen, wie es im Rahmen der vorliegenden Arbeit verstanden wird, stellt ein solch konditionales Konstrukt dar. Dementsprechend wird Vertrauen als eine kognitive Erwartung des Vertrauensgebers im Hinblick auf die Vertrauenswahrscheinlichkeit des Vertrauensnehmers konzipiert, die von bestimmten situativen Anreizbedingungen abhängig ist.<sup>603</sup> Der zweite Teil des Fragebogens umfasst ergänzende soziodemografische Angaben sowie insbesondere die Messung der generellen Vertrauensneigung der Respondenten. Die hiermit verbundenen Aspekte werden in Abschnitt 5.3 bzw. 5.4 dargestellt.

Wie beschrieben, beginnt die Konzeption der Vignetten mit der Festlegung der Dimensionen und der Dimensionsausprägungen. Die festzulegenden Dimensionen bilden hierbei die unabhängigen Variablen der Untersuchung. Bei diesen Variablen wird vermutet, dass sie die Ausprägung der abhängigen Variablen, d. h. im vorliegenden Fall die Vertrauenswahrscheinlichkeit und die Aktienkaufbereitschaft, maßgeblich beeinflussen. Die Auswahl der Dimensionen erfolgt anhand von theoretischen Gesichtspunkten und orientiert sich an den in Kapitel vier formulierten Hypothesen. So werden insbesondere die vier nachstehend aufgeführten situativen Anreizmerkmale als relevant für die Bildung des Investorenvertrauens erachtet:

- (1) Fähigkeit: Verfügt ein Unternehmen über ein kompetentes Management, so wird im Rahmen der Vertrauentheorie davon ausgegangen, dass dies die subjektive Vertrauenswahrscheinlichkeit positiv beeinflusst.
- (2) Glaubwürdigkeit: Die subjektive Vertrauenswahrscheinlichkeit fällt umso höher aus, je höher ein Investor die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens bewertet.
- (3) Wohlwollen: Auch in Bezug auf das von einem Unternehmen gezeigte Wohlwollen, geht die Vertrauentheorie von einem positiven Einfluss auf die subjektive Vertrauenswahrscheinlichkeit aus.
- (4) Integrität: Schließlich wird aus Sicht der ökonomischen Vertrauentheorie angenommen, dass die subjektive Vertrauenswahrscheinlichkeit steigt, je höher ein Akteur die Integrität eines Unternehmens einschätzt.

---

<sup>602</sup> Zur Thematik des latenten Konstrukts vgl. auch Abschnitt 5.1.

<sup>603</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 225.

Vertraut der Investor einem Unternehmen auf Basis der genannten situativen Anreize, so wird, wie ebenfalls in Kapitel vier beschrieben, die Hypothese vertreten, dass dieser Umstand die Transaktionsbereitschaft des Investors begünstigt. Das Vertrauen des Investors stellt im zweiten Schritt somit nicht mehr länger eine abhängige Variable dar, sondern beeinflusst als Dimension bzw. als unabhängige Variable die Aktienkaufbereitschaft des Investors.

Als nächstes muss eine zu den genannten Dimensionen passende fiktive Ausgangssituation formuliert werden. Bei der Formulierung ist darauf zu achten, dass die Ausgangssituation nicht zu stark konstruiert wirkt. Zudem muss die Situation für die befragten Personen gut verständlich sein und sollte deshalb nicht zu komplex formuliert werden, was auch das Risiko der kognitiven Überforderung verringert. Da im vorliegenden Fall professionelle Investoren befragt werden, ist insbesondere auch darauf zu achten, dass die Ausgangssituation die berufliche Wirklichkeit der Befragten so gut wie möglich nachbildet.<sup>604</sup> Letztlich ist die Ausgangssituation als Entscheidungssituation unter Risiko zu konzeptualisieren. Dementsprechend verfügt der Vertrauensgeber bzw. Investor nicht über vollständige Informationen, so dass er im Hinblick auf die Absichten und die hiermit verbundene Verhaltensweise des Unternehmens nur Vermutungen anstellen kann.<sup>605</sup> Somit sieht sich der Investor durch den Aktienkauf mit dem Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals konfrontiert.

Die dargestellten Anforderungen an die Formulierung der Ausgangssituation werden durch das im vorliegenden Fall entwickelte Szenario gut abgedeckt, was auch Ergebnis der umfangreichen Pretest-Phase ist.<sup>606</sup> Das Szenario, in dem der Befragte seiner beruflichen Tätigkeit entsprechend in die Rolle des potentiellen Aktienkäufers schlüpft, stellt sich wie folgt dar:

---

<sup>604</sup> Gerade in der konkreten und realistischen Formulierung der Vignetten besteht einer der größten Vorteile des faktoriellen Surveys ggü. klassischen Fragebögen, die oftmals sehr abstrakt konzipiert sind. Vgl. zu diesem Aspekt ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 32.

<sup>605</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 226 f.

<sup>606</sup> Die Pretest-Phase ist Gegenstand von Abschnitt 5.5.

**Ausgangssituation:**

Für das von Ihnen gemanagte Portfolio besteht aktuell ein Investitionsbedarf im Aktienbereich in Höhe von 1,5 % des Portfoliogegegenwerts. Sie haben das derzeitige Marktumfeld sowie die Investitionsmöglichkeiten analysiert und sind auf einen Aktien-Einzelwert – die Aktie der NEAP AG – aufmerksam geworden.

Der Aktientitel würde der Anlagestrategie des Portfolios sowie dem Marktview Ihres Hauses entsprechen. Zudem wird der Titel von den Analysten Ihres Hauses gecovered, so dass Sie einen Kauf in Betracht ziehen. Bevor Sie die Kauforder platzieren, nehmen Sie eine letzte Überprüfung des Titels vor und erhalten dabei die nachstehenden Informationen:

**Abbildung 14: Vignettensituation der vorliegenden Analyse.<sup>607</sup>**

Der im Rahmen des Vignettenszenarios beschriebene potentielle Kauf einer Aktie stellt die Vertrauensleistung bzw. kooperative Vorleistung dar, die durch den Investor als Vertrauensgeber erbracht wird.<sup>608</sup> Die oben beschriebenen Dimensionen Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität erhalten nun im Sinne der systematischen Variation jeweils zwei Ausprägungen, nämlich eine positive (Merkmal liegt vor) und eine negative (Merkmal liegt nicht vor) Ausprägung. Die Operationalisierung der Dimensionsausprägungen folgt somit folgendem Schema:

<sup>607</sup> Der komplette Fragebogen befindet sich im Anhang der Arbeit.

<sup>608</sup> Vgl. BOSSHARDT, C. (2001), S. 232.

Unabhängige Variable (UV)	Dimension	Dimensionsausprägung	Vermutliche Wirkung bei positiver Ausprägung
$x_1$	Fähigkeit	0 = Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen nicht immer unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements umstritten.	–
		1 = Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements anerkannt.	+
$x_2$	Glaubwürdigkeit	0 = Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als wenig treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erschwert.	–
		1 = Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als sehr treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erleichtert.	+
$x_3$	Wohllwollen	0 = Das Unternehmen ist am Wohlergehen nur weniger Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden nicht als sehr wichtig angesehen. So fließen nur wenige verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.	–
		1 = Das Unternehmen ist am Wohlergehen vieler Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden als sehr wichtig angesehen. So fließen viele verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.	+
$x_4$	Integrität	0 = Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen häufig nicht mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals nur in geringem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.	–
		1 = Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen nahezu immer mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals in hohem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.	+

Tabelle 8: Operationalisierung der Dimensionen.<sup>609</sup><sup>609</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 228.

Wie anhand der Tabelle zu sehen ist, umfassen die vier Dimensionen nur jeweils zwei Ausprägungen, d. h. es werden dichotome Variablen verwendet. Das Analysedesign entspricht somit der bereits beschriebenen Forderung nach einem schlanken Design. Für die schlanke Ausgestaltung des Designs mit dichotomen Variablen spricht außerdem die von den Befragten möglicherweise empfundene zu hohe Komplexität der Vignetten. So zeigen Studien, dass eine Variable mit drei Ausprägungen bereits zu einer Informationsüberflutung, dem sog. *Information Overload*, bei den Respondenten führen kann. Durch diese kognitive Überforderung steigt das Risiko, dass die befragten Personen bei der Beantwortung der Vignetten auf einfache Entscheidungsheuristiken zurückgreifen, was sich letztlich negativ auf die Datenqualität auswirken würde. Zudem sind in der Vertrauensatheorie keine Gründe zu finden, die eine weitere Differenzierung der Dimensionen im Rahmen eines faktoriellen Surveys zwingend notwendig machen.<sup>610</sup>

Aufgrund des schlanken Designs bzw. des verhältnismäßig kleinen Vignettenuniversums, erfolgt die Verteilung der Vignetten auf die befragten Personen im vorliegenden Fall mit Hilfe der in Abschnitt 5.2.1 beschriebenen experimentellen Vignettenselektion. So erhält jeder Respondent, wie der nachstehende orthogonale Versuchsplan zeigt, vier Vignetten. Diese vier zu bewertenden Vignetten werden wiederum jeweils zu einem Vignettenset zusammengefasst, so dass bei insgesamt 16 möglichen Vignetten vier Sets zu bilden sind. Ist im Versuchsplan eine „0“ abgebildet, erhält die entsprechende Dimension eine negative Ausprägung. Umgekehrt liegt eine positive Ausprägung einer Dimension vor, wenn der Plan eine „1“ zeigt.

---

<sup>610</sup> Vgl. BUSKENS, V./WEESIE, J. (2016), S. 236 f.; FRINGS, C. (2010), S. 230 f.; ROOKS, G./RAUB, W./SELTEN, R./TAZELAAR, F. (2000), S. 129.

Set	Vignetten- nummer	UV			
		X1	X2	X3	X4
1	2	0	0	1	0
	3	0	1	0	1
	1	1	1	0	0
	4	1	0	1	1
2	12	0	0	1	1
	10	1	0	1	0
	11	1	1	0	1
	9	0	1	0	0
3	14	0	1	1	0
	13	1	0	0	0
	16	1	1	1	1
	15	0	0	0	1
4	8	0	1	1	1
	5	0	0	0	0
	7	1	0	0	1
	6	1	1	1	0

**Tabelle 9: Experimenteller Versuchsplan.**<sup>611</sup>

Unter Berücksichtigung, dass den Befragten vier Vignetten vorgelegt werden und somit vier Sets zu bilden sind, weist der gezeigte Versuchsplan die effizientesten Schätzeigenschaften unter allen möglichen Designs auf. Dementsprechend enthalten alle vier Sets die gleiche Anzahl an positiven sowie negativen Merkmalsausprägungen. Zudem ist erkennbar, dass die Vignetten randomisiert wurden. Auf diese Weise lassen sich Positionseffekte vermeiden, welche zu einer schlechteren Qualität der erhobenen Daten führen könnten.<sup>612</sup>

Insgesamt wurden die vier Sets von jeweils 25 Personen beantwortet, was im Hinblick auf die Verteilung der Vignettenurteile ideal ist. Die nachstehende Tabelle fasst die Vorgehensweise bei der Verteilung der Vignetten nochmals zusammen.

<sup>611</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 234.

<sup>612</sup> Vgl. ELLERMEIER, W./BÖSCHE, W. (2010), S. 42 f.

<b>Ausgangsszenario</b>	
Vignettenuniversum ( $N_V$ ):	$2 \times 2 \times 2 \times 2 = 16$
Festgelegte Größe der Vignettensets ( $N_V / B$ ):	4
Befragtenanzahl ( $N_B$ ):	100
<b>Verteilung der Vignetten</b>	
Anzahl der Sets ( $N_S = N_V / (N_V / B)$ ):	$16 / 4 = 4$
Anzahl der Befragten je Set ( $N_B / S = N_B / N_S$ ):	$100 / 4 = 25$

**Tabelle 10: Verteilung der Vignetten auf die Befragungsteilnehmer.**<sup>613</sup>

Die Präsentation der Vignetten erfolgt anhand der Profilmethode, da den Befragten der gesamte Fragebogen mit allen zu beurteilenden Vignetten auf einmal vorgelegt wird.<sup>614</sup> Alternativ können Forscher auch auf die Methode des paarweisen Vergleichs (*Paired Comparison*) zurückgreifen. Bei dieser Methode werden den Respondenten nacheinander unterschiedliche Vignettenpaare präsentiert. Die Befragten sollen dann jeweils ihre Präferenz für eine der beiden Vignetten angeben. Der paarweise Vergleich kommt vor allem bei Designs zum Einsatz, die über eine große Anzahl von Dimensionen und Dimensionsausprägungen verfügen. Ziel der Methode ist es hierbei, den Befragten die Beurteilung zu erleichtern, da nicht jede Vignette separat analysiert werden muss, sondern nur zwischen zwei Vignetten abzuwägen ist. Jedoch ist diese Art der Vignettenpräsentation auch mit Nachteilen verbunden. So verringert sich nicht nur der Informationsgehalt der erhobenen Daten. Vielmehr sind auch komplexere statistische Analyseverfahren anzuwenden.<sup>615</sup> Da im vorliegenden Fall allerdings ein relativ schlank gehaltenes Design zum Einsatz kommt und die Vignetten zudem von Experten beurteilt werden, erscheint die Anwendung der Profilmethode als gerechtfertigt.

Der Fragebogen wurde den Respondenten an ihrem Arbeitsplatz vorlegt und bestand, wie zu Beginn des Abschnitts bereits erwähnt, aus zwei Teilen, nämlich dem faktoriellen Survey und dem ergänzenden Teil mit soziodemografischen Fragen. Da davon auszugehen war, dass die Befragten bisher noch nicht mit dem relativ speziellen Messinstrument des faktoriellen Surveys

<sup>613</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 235.

<sup>614</sup> Vgl. BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 524 f.

<sup>615</sup> Vgl. BUSKENS, V./WEESIE, J. (2016), S. 236 f.; FRINGS, C. (2010), S. 222 f.

in Berührung gekommen sind, erhielten die Respondenten vorab eine kurze mündliche Einführung. Weitere Informationen konnten die Befragungsteilnehmer dem Deckblatt des Fragebogens entnehmen. So auch die Bitte, sich in die beschriebene Lage hineinzuversetzen und den Fragebogen möglichst vollständig zu bearbeiten. Wie die Vignetten den Befragten letztendlich vorgelegt wurden, soll anhand der folgenden Abbildung gezeigt werden.

Würden Sie dem Unternehmen unter den geschilderten Bedingungen vertrauen und sich zu einem Kauf der Aktie entschließen?

**Bewertungsmaßstäbe:**

**Frage 1:**

<i>Dem Unternehmen würde ich auf keinen Fall vertrauen.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Dem Unternehmen würde ich auf jeden Fall vertrauen.</i>
---	---	---	---	---	---	---	---	--

**Frage 2:**

<i>Ich würde die Aktie auf keinen Fall kaufen.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Ich würde die Aktie auf jeden Fall kaufen.</i>
--	---	---	---	---	---	---	---	---

**Ausgangssituation:**

Für das von Ihnen gemanagte Portfolio besteht aktuell ein Investitionsbedarf im Aktienbereich in Höhe von 1,5 % des Portfoliowerts. Sie haben das derzeitige Marktumfeld sowie die Investitionsmöglichkeiten analysiert und sind auf einen Aktien-Einzelwert – die Aktie der NEAP AG – aufmerksam geworden.

Der Aktientitel würde der Anlagestrategie des Portfolios sowie dem Marktview Ihres Hauses entsprechen. Zudem wird der Titel von den Analysten Ihres Hauses gecovert, so dass Sie einen Kauf in Betracht ziehen. Bevor Sie die Kauforder platzieren, nehmen Sie eine letzte Überprüfung des Titels vor und erhalten dabei die nachstehenden Informationen:

**Szenario 1:**

Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen nicht immer unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements umstritten.

Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als wenig treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erschwert.

Das Unternehmen ist am Wohlergehen vieler Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden als sehr wichtig angesehen. So fließen viele verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.

Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen häufig nicht mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals nur in geringem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.

**Frage 1**  
Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Frage 2**  
Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Abbildung 15: Beispielvignette zum Fragebogen.**

Die Abbildung zeigt auch die für die Messung der Vertrauenswahrscheinlichkeit und der Transaktionsbereitschaft eingesetzten Ratingskalen. Der Gestaltung der Skalen liegen die in Abschnitt 5.1.2 formulierten Überlegungen zugrunde. So wurden die Skalen als nicht-forcierte Ratingskalen mit jeweils sieben Skaleneinheiten konzipiert. Um zu vermeiden, dass bspw. eine

Dimension optisch hervorgehoben und somit möglicherweise stärker wahrgenommen wird, wurden die Dimensionen zudem jeweils mit der gleichen Anzahl von Zeilen umschrieben.

### 5.2.3 Art und Umfang der Stichprobe

Die vorliegende empirische Analyse basiert auf einer Gelegenheitsstichprobe, die professionelle Investoren aus dem Portfoliomanagement verschiedener Banken und Kapitalanlagegesellschaften umfasst. Gelegenheitsstichproben gehören zu den nicht-probabilistischen Stichprobentypen. Werden nicht-probabilistische Stichproben eingesetzt, so erfolgt die Auswahl der Probanden durch den Forscher willkürlich, wobei mit dieser Auswahl auch eine bestimmte Absicht verbunden sein kann. Aufgrund der willkürlichen Auswahl werden Gelegenheitsstichproben oftmals auch als Zufallsstichproben bezeichnet. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass eine Gelegenheitsstichprobe eine niedrigere Stichprobenqualität aufweist, da im Gegensatz zur Zufallsstichprobe „kein „blindes“ statistisches Zufallsverfahren auf eine vollständige Populationsliste (oder einen anderen geeigneten Auswahlrahmen) angewendet“<sup>616</sup> wird.<sup>617</sup> Deshalb können die mit Hilfe einer Gelegenheitsstichprobe gewonnenen Daten nur eingeschränkt zur Beschreibung einer Population genutzt werden. Trotz begrenzter Repräsentativität kommen Gelegenheitsstichproben in der akademischen Forschungspraxis sehr häufig zum Einsatz.<sup>618</sup> Dies ist einerseits darauf zurückzuführen, dass sich Gelegenheitsstichproben sehr gut zur Theoriebildung und Hypothesenprüfung eignen.<sup>619</sup> Andererseits sind Gelegenheitsstichproben im Allgemeinen mit einem geringeren Planungs- und Kostenaufwand verbunden, da auf Personen zurückgegriffen wird, bei denen eine günstige Gelegenheit besteht, sie befragen zu können.<sup>620</sup>

Im vorliegenden Fall umfasst die Nettostichprobe 100 Portfoliomanager aus insgesamt sechs Unternehmen. Die Befragung wurde in mehreren Erhebungswellen im Zeitraum von August 2018 bis Dezember 2018 durchgeführt. Um eine möglichst hohe Rücklaufquote zu erzielen und somit auch dem Nonresponse-Problem entgegenzuwirken, erfolgte die Übergabe der Fragebögen persönlich. Nach SCHNELL wird unter dem Nonresponse-Problem das „Fehlen von Daten eines Teils oder aller Variablen für die ausgewählten Einheiten einer Stichprobe“<sup>621</sup> verstanden.

---

<sup>616</sup> DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 307.

<sup>617</sup> Vgl. RIESENHUBER, F. (2009), S. 11; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 305 f.

<sup>618</sup> Vgl. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 306 f.

<sup>619</sup> Vgl. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 307; FRINGS, C. (2010), S. 232.

<sup>620</sup> Vgl. HIGGINBOTTOM, G. M. A. (2004), S. 14 f.; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 305.

<sup>621</sup> SCHNELL, R. (1997), S. 17.

Je nach Ausmaß der fehlenden Daten kann hierbei zwischen Item- und Unit-Nonresponse unterscheiden werden.<sup>622</sup> Item-Nonresponse liegt vor, wenn die befragten Personen nur einen Teil der Fragen eines Fragebogens beantworten.<sup>623</sup> Von Unit-Nonresponse wird hingegen gesprochen, wenn Personen die Beantwortung der Fragen grundsätzlich verweigern oder die Personen nicht erreicht werden können.<sup>624</sup> Neben der Verringerung des Nonresponse-Problems, war es durch die persönliche Anwesenheit bzw. die persönliche Übergabe der Fragebögen zudem möglich, den oben beschriebenen Vorteil der Gelegenheitsstichprobe zu nutzen und vor Ort verfügbare Personen für die Teilnahme an der Befragung zu gewinnen. Allerdings wurden die genannten Vorzüge mit einem hohen Akquisitionsaufwand erkaufte.

Wie auch anhand der Teilnehmerzahlen ähnlicher Studien zu erkennen ist, handelt es sich bei den Personen, denen ein Fragebogen vorgelegt wurde, um einen schwer zu rekrutierenden Befragtenkreis.<sup>625</sup> Im vorliegenden Fall konnte jedoch eine relativ hohe Anzahl an professionellen Investoren gewonnen werden, was auf die frühere berufliche Tätigkeit des Autors im Asset Management und das daraus resultierende Netzwerk zurückzuführen ist. Die relativ hohe Teilnehmerzahl ist insbesondere im Hinblick auf das Ziel der Arbeit, eine adressatengerechte bzw. zielgruppenorientierte Analyse durchzuführen, als sehr erfreulich anzusehen. Ebenso ist es erfreulich, dass sich die Stichprobe, dem Betreuungsfeld der befragten Personen entsprechend, in die Anlageklassen Aktien, Multi Asset und Renten-/Geldmarkt untergliedern lässt. So umfasst die Stichprobe Experten aus den drei größten Anlageklassen, was die Meinung des Kapitalmarkts verhältnismäßig gut widerspiegelt.

### 5.3 Gestaltung des ergänzenden Fragebogens

Wie beschrieben, schließt sich an den faktoriellen Survey ein ergänzender Fragebogen an. Mit Hilfe des ergänzenden Fragebogens werden die soziodemografischen Merkmale der Befragten erhoben. Hierbei handelt es sich um sog. manifeste Variablen, da deren Ausprägungen direkt vom Forscher erfasst bzw. beobachtet werden können. Somit ist die Erfassung der manifesten Variablen, zu denen bspw. Merkmale wie Alter, Geschlecht oder Bildungsstand zählen, relativ

---

<sup>622</sup> Vgl. GROVES, R. M. et al. (2009), S. 183; PRONER, H. (2011), S. 33.

<sup>623</sup> Vgl. SHOEMAKER, P. J./EICHHOLZ, M./SKEWES, E. A. (2002), S. 193; DE LEEUW, E. D./HOX, J./HUISMAN, M. (2003), S. 153; ENGEL, U./SCHMIDT, B. O. (2014), S. 341.

<sup>624</sup> Vgl. ENGEL, U./SCHMIDT, B. O. (2014), S. 331.

<sup>625</sup> Vgl. hierzu bspw. die Analyse von FERBER, M. (2004).

leicht möglich. Zudem kann die theoretische Bedeutung der manifesten Variablen im Allgemeinen als bekannt und unstrittig angesehen werden, was die Interpretation selbiger entsprechend vereinfacht.<sup>626</sup> Im Gegensatz zu manifesten Variablen sind die Ausprägungen latenter Merkmale nicht direkt beobachtbar und die theoretische Bedeutung ist in der Regel komplex und erklärungsbedürftig. So ist vor der Interpretation latenter Variablen zunächst zu klären, was unter den Merkmalen überhaupt verstanden werden soll. Als Beispiel für eine latente Variable ist die Intelligenz oder die Religiosität einer Person zu nennen.<sup>627</sup>

Soziodemografische Merkmale werden vor allem zur Beschreibung der Stichprobe verwendet. Zudem ist es durch die Erfassung der Merkmale der befragten Personen möglich, die Stichprobe mit anderen empirischen Analysen vergleichen zu können. Bei der Zusammenstellung der soziodemografischen Variablen sollte nach DÖRING/BORTZ weitgehend auf bereits etablierte Fragebogenitems zurückgegriffen werden. Der Grund hierfür ist, dass selbstformulierte Items möglicherweise nicht die an nominale Variablen gestellten Anforderungen, nämlich Genauigkeit, Exklusivität und Exhaustivität, erfüllen.<sup>628</sup> Dementsprechend werden im vorliegenden Fall in Anlehnung an FERBER folgende sozialstatistische Items erfasst: Alter, Geschlecht, Bildungsstand, Berufserfahrung sowie Unternehmens- und Anlageklassenzugehörigkeit.<sup>629</sup>

Mit insgesamt sechs soziodemografischen Merkmalen fällt das Design des ergänzenden Fragebogens relativ sparsam aus, so dass auch in diesem Punkt der Empfehlung von DÖRING und BORTZ gefolgt wird. Nach Ansicht dieser Autoren sollte den Befragten grundsätzlich kein überlanger Fragebogen mit sozialstatistischen Items vorgelegt werden. Dieser Aspekt ist insbesondere dann zu berücksichtigen, wenn sich die befragten Personen, wie im vorliegenden Fall, an ihrem Arbeitsplatz befinden und deshalb u. U. nur wenig Zeit zur Verfügung steht. Zudem raten die Autoren auch vor dem Hintergrund der Erfassung personenspezifischer Daten dazu, den sozialstatistischen Teil des Fragebogens so schlank wie möglich zu gestalten. So ist zu gewährleisten, dass die Anonymität der Befragten durch die Erhebung soziodemografischer Daten nicht aufgehoben wird, was vor allem für die besonders sensiblen Daten berufstätiger Personen gilt.

---

<sup>626</sup> Vgl. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 224.

<sup>627</sup> Vgl. BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 19; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 224.

<sup>628</sup> Vgl. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 266.

<sup>629</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 250 f.

Üblicherweise wird der gängige Satz an soziodemografischen Items an den jeweiligen Untersuchungsgegenstand angepasst, da auch vermeintliche Hintergrund-Variablen für die empirische Analyse von Interesse sein können. Wie anhand der oben aufgeführten Items zu erkennen ist, wird auch im vorliegenden Fall eine Anpassung vorgenommen. In diesem Zusammenhang sind vor allem die Items Berufserfahrung und Asset-Klasse zu nennen. Bei beiden Variablen wird nämlich davon ausgegangen, dass sie das Vertrauen des Investors in ein Unternehmen beeinflussen und somit einen Teil zur Erklärung des Vertrauensphänomens beitragen. Die Erfassung soziodemografischer Merkmale ist im vorliegenden Fall daher nicht nur als eine Art Pflichtaufgabe der empirischen Analyse zu sehen.<sup>630</sup>

Die genannten soziodemografischen Items können grundsätzlich entweder vor oder nach dem faktoriellen Survey erhoben werden. Im vorliegenden Fall befindet sich der sozialstatistische Teil der Analyse jedoch bewusst hinter dem faktoriellen Survey, was auf messtheoretische Überlegungen zurückzuführen ist. So schließen sich den soziodemografischen Items die drei Items zur Messung der generellen Vertrauensneigung an. Werden diese drei Items (Vertrauen, Fairness, Hilfsbereitschaft) vor oder unmittelbar nach dem faktoriellen Survey platziert, könnte dies dazu führen, dass die Respondenten ihre Vignettenurteile aus Gründen der sozialen Erwünschtheit entsprechend angleichen.<sup>631</sup> Es wird daher ein gewisser Puffer zwischen den Vignettenurteilen und der Messung der generellen Vertrauensneigung eingerichtet, um zu vermeiden, dass einer der beiden Fragebogenteile stärker in den Fokus rückt.<sup>632</sup> Welche Aspekte bei der Messung der generellen Vertrauensneigung zu berücksichtigen sind, soll im nachfolgenden Abschnitt erläutert werden.

## 5.4 Messung der generellen Vertrauensneigung

Im Rahmen der vorliegenden Analyse wird die Auffassung vertreten, dass die generelle Vertrauensneigung die Investitionsentscheidung eines Investors beeinflusst. Dementsprechend ist nicht nur das ökonomische Vertrauen durch den Fragebogen bzw. den faktoriellen Survey zu erfassen, sondern auch die generelle Vertrauensneigung eines jeden Befragten zu erheben.

---

<sup>630</sup> Vgl. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 265 f.

<sup>631</sup> Soziale Erwünschtheit beschreibt die Tendenz, Fragen nicht aufgrund der eigenen Meinung, sondern auf Basis subjektiv wahrgenommener sozialer Normen zu beantworten. Es lassen sich zwei Fälle unterscheiden, die situationale soziale Erwünschtheit und die kulturelle soziale Erwünschtheit. Im ersten Fall handelt es sich um soziale Normen, die durch den Interviewer induziert werden. Der zweite Fall umfasst die durch die Allgemeinheit oder Gesellschaft induzierten sozialen Normen. Vgl. hierzu RIPPL, S./SEIPEL, C. (2015), S. 117 f.; SCHNELL, R./HILL, P. B./ESSER, E. (2018), S. 323 f.

<sup>632</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 238 f.; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 265.

Diese Erhebung der generellen Vertrauensneigung orientiert sich im vorliegenden Fall an der gängigen Messpraxis. So ist es bspw. in den Politikwissenschaften üblich, dass derart generelle Orientierungen von Personen bzw. latente Konstrukte anhand von Einstellungseitems ermittelt werden.<sup>633</sup>

Ein sehr bekanntes Item zur Operationalisierung des generalisierten interpersonalen Vertrauens stellt in diesem Zusammenhang das folgende Item bzw. die folgende Frage dar: „Ganz allgemein gesprochen: Glauben Sie, dass man den meisten Menschen vertrauen kann, oder dass man im Umgang mit anderen Menschen nicht vorsichtig genug sein kann?“ Das Item wurde bereits in den 1950er Jahren von ROSENBERG entwickelt und für die sog. *Faith in People Scale* genutzt.<sup>634</sup> In der Zwischenzeit hat das Item einen hohen Bekanntheitsgrad erreicht und ist fester Bestandteil internationaler Vergleichsstudien aus dem sozialwissenschaftlichen Bereich. Als Beispiele hierfür dienen der *World Values Survey (WVS)*, der *European Values Survey (EVS)* oder der *European Social Survey (ESS)*. Das genannte Item kann somit als ein Standardinstrument der Erfassung der generellen Vertrauensneigung bezeichnet werden.<sup>635</sup>

Im letztgenannten Survey, dem ESS, sind neben dem genannten Item noch zwei weitere Items zur Messung der generellen Vertrauensneigung der Befragten enthalten. Die beiden zusätzlichen Items werden dabei mit „Glauben Sie, dass die meisten Menschen versuchen, Sie auszunutzen, wenn sie die Gelegenheit dazu haben, oder versuchen die meisten Menschen sich fair zu verhalten?“ und „Glauben Sie, dass die Menschen meistens versuchen, hilfsbereit zu sein, oder dass die Menschen meistens auf den eigenen Vorteil bedacht sind?“ beschrieben und gehen ebenfalls auf ROSENBERG zurück.<sup>636</sup> Der ESS nutzt somit ein multiples Indikatorenmodell zur Messung der generellen Vertrauensneigung, was für die Güte der erhobenen Daten von Vorteil ist.<sup>637</sup> So lässt sich durch den Einsatz eines multiplen Indikatormodells einerseits die Reliabilität der Einstellungsmessung verbessern. Dies ist auf den Umstand zurückzuführen, dass die mit zunehmender Zeit möglicherweise auftretenden Schwankungen im Antwortverhalten besser ausgeglichen werden können, wenn mehrere Items vorhanden sind.<sup>638</sup> Andererseits sprechen auch Validitätsgesichtspunkte für den Einsatz eines Mehr-Indikatoren-Modells. Durch diese

---

<sup>633</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 236.

<sup>634</sup> Vgl. ROSENBERG, M. (1956), S. 690; ROSENBERG, M. (1957), S. 26; REESKENS, T./HOOGHE, M. (2008), S. 516.

<sup>635</sup> Vgl. European Social Survey (2018), S. 5; European Values Study (2018), S. 4; World Values Survey (2014), S. 3; FRINGS, C. (2010), S. 236.

<sup>636</sup> Vgl. ROSENBERG, M. (1956), S. 690; European Social Survey (2018), S. 5; PAXTON, P. (1999), S. 105.

<sup>637</sup> Vgl. ROST, J. (2005), S. 7; JAGODZINSKI, W./MANABE, K. (2004), S. 96; FRINGS, C. (2010), S. 237; REESKENS, T./HOOGHE, M. (2008), S. 519.

<sup>638</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 237; REESKENS, T./HOOGHE, M. (2008), S. 519.

Art der Operationalisierung kann nämlich ein relativ breites semantisches Feld wie Vertrauen, welches bspw. die Aspekte Wahrhaftigkeit, Solidarität, Integrität, Fairness und Verlässlichkeit umfasst, besser abgedeckt werden als im Zuge einer Single-Item-Messung. Hierbei wird letztlich unterstellt, dass „alle drei Variablen jeweils spezifische, voneinander unterscheidbare Aspekte des sozialen Vertrauens abbilden, gleichzeitig aber systematisch miteinander verknüpft sind“<sup>639</sup>.<sup>640</sup> Somit sind Mehr-Indikatoren-Modelle deutlich besser geeignet, um die generelle Vertrauensneigung von Personen zu messen als Ein-Faktoren-Modelle. Dies bestätigen auch entsprechende Studien aus der Vertrauensforschung.<sup>641</sup>

Dem Stand der Forschung im Hinblick auf die Messung der generellen Vertrauensneigung entsprechend, umfasst der Fragebogen somit nicht nur das Standarditem. Vielmehr beinhaltet der Fragebogen auch die beiden zusätzlichen Items zur Erhebung von Hilfsbereitschaft und Fairness.<sup>642</sup> Für die konkrete Messung wird hierbei die Skala genutzt, die auch im Rahmen des faktoriellen Surveys zum Einsatz kommt. Hintergrund ist, dass sich die Respondenten nicht erst an eine neue Skala „gewöhnen“ müssen, was wiederum auch mit einem höheren zeitlichen Aufwand verbunden wäre.

## 5.5 Überprüfung der empirischen Erhebung durch Pretests

Vor ihrer Ausgabe an die Befragten wurden die finalen Fragebögen einem umfangreichen Pretest unterzogen. Fragebogen-Pretests werden durchgeführt, um potentiell auftretende Probleme der Befragungsteilnehmer bei der Beantwortung aufzudecken, so dass das Erhebungsinstrument verbessert werden kann.<sup>643</sup> Aufgrund der beschriebenen besonderen Konzeption faktorieller Surveys kommt der Pretest-Phase eine besondere Bedeutung zu. So ist im Rahmen dieser Phase zu überprüfen, ob die Vignetten bzw. Dimensionen als realitätsnah empfunden werden, ob die Formulierung der Vignetten zu Interpretationsspielräumen führt und ob die Vignetten zu komplex sind und deshalb die befragten Personen kognitiv überlasten. Außerdem ist die Verständlichkeit und Übersichtlichkeit der Aufgabenstellung sowie der Messskala zu überprüfen. Auch sollte untersucht werden, ob die Anzahl der zu beantwortenden Vignetten zu hoch oder zu niedrig ist und in welchem Ausmaß die Beantwortung der jeweiligen Vignetten variiert. Die

---

<sup>639</sup> FRINGS, C. (2010), S. 237.

<sup>640</sup> Vgl. KUNZ, V. (2004b), S. 204 f.; FRINGS, C. (2010), S. 237.

<sup>641</sup> Vgl. REESKENS, T./HOOGHE, M. (2008), S. 530.

<sup>642</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 237.

<sup>643</sup> Vgl. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 411.

Auswahl der Dimensionen bzw. ihre Umschreibung sollte nämlich überdacht werden, wenn die Befragungsteilnehmer die Vignetten größtenteils an den Extrempunkten der Messskala oder sehr häufig neutral bewerten. Letztlich ist im Rahmen des Pretests festzustellen, wie viel Zeit die befragten Personen für die Beantwortung der Vignetten benötigen. Hierbei sollte darauf geachtet werden, dass sich die Befragung in einem angemessenen Zeitrahmen bewegt.<sup>644</sup>

Im vorliegenden Fall wurde im Zeitraum von Mai 2018 bis Juli 2018 mit insgesamt acht Personen ein Pretest durchgeführt, um die oben beschriebenen Aspekte zu überprüfen. Diese acht Personen wurden aus der Zielpopulation rekrutiert und nahmen später nicht an der Hauptuntersuchung teil. Der genannte Personenkreis erhielt die bis dato gültige Version des Fragebogens und füllte diesen unter Realbedingungen aus. Im Anschluss an die Beantwortung des Fragebogens gaben die Befragten im Zuge eines qualitativen Interviews ihr Feedback ab.<sup>645</sup> Für das Interview wurde ein Gesprächsleitfaden entwickelt, der sich aus inhaltlicher und chronologischer Sicht an der Beantwortung des Fragebogens orientierte. Dementsprechend verteilten sich die insgesamt 14 Fragen des Leitfadens auf die Bereiche Anschreiben, faktorieller Survey, ergänzender Fragebogen und sonstige Anmerkungen. Zusätzlich zu den Fragen im Leitfaden wurden in mancher Feedback-Situation vertiefende Fragen gestellt, um ein möglichst umfassendes Bild im Hinblick auf die Wahrnehmung des Fragebogens gewinnen zu können. Die Dauer der leitfadengestützten Interviews variierte zwischen ca. 45 und 90 Minuten.

Im Ergebnis führte die Pretest-Phase zu einer geringfügigen Änderung der Ausgangssituation. Zudem wurden die Umschreibungen der Dimensionen gekürzt bzw. noch prägnanter formuliert sowie das Design der Skala minimal verändert. Trotz der vorzunehmenden Änderungen sahen die Teilnehmer des Pretests jedoch die Realitätsnähe und die Verständlichkeit des Fragebogens als gegeben an. Ebenso wurde der Schwierigkeitsgrad als angemessen empfunden.<sup>646</sup> Ermüdungserscheinungen traten bei der Beantwortung der jeweils vier Vignetten nicht auf.

---

<sup>644</sup> Vgl. ROST, K. (2018), S. 89.

<sup>645</sup> Vgl. HÄDER, M. (2015), S. 401; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 411.

<sup>646</sup> In Anlehnung an FRINGS erhielten die Teilnehmer des Pretests im Anschluss an die Befragung einen ergänzenden Fragebogen, mit dessen Hilfe die empirische Analyse evaluiert werden sollte. Dieser ergänzende Fragebogen umfasste Fragen zur empfundenen Verständlichkeit (1 = überhaupt nicht verständlich; 7 = sehr verständlich), Schwierigkeit (1 = überhaupt nicht schwierig; 7 = sehr schwierig) und Realitätsnähe (1 = überhaupt nicht realistisch; 7 = sehr realistisch). Vgl. hierzu FRINGS, C. (2010), S. 227. Ziel war es hierbei nicht, die Ergebnisse des ergänzenden Fragebogens statistisch auszuwerten. Dies hätte aufgrund der geringen Fallzahl zu keinem statistisch tragbaren Ergebnis geführt. Vielmehr sollte mittels des ergänzenden Fragebogens ein in Zahlen ausgedrückter Gesamteindruck gewonnen werden, der das jeweilige Feedback-Gespräch unterstützt. Insgesamt bestätigten die Ergebnisse des ergänzenden Fragebogens hierbei die sehr positiven Eindrücke der Interviews.

## 6 Empirische Analyse

### 6.1 Statistische Modellierung

#### 6.1.1 Hierarchische Datenstruktur des faktoriellen Surveys

Das vorhergehende Kapitel hat gezeigt, dass die Konzeption und die Durchführung eines faktoriellen Surveys mit einem relativ großen Aufwand verbunden ist. Gleichmaßen aufwendig gestaltet sich auch die statistische Auswertung eines faktoriellen Surveys, da die gewonnenen Daten auf unterschiedlichen Ebenen liegen und somit eine besondere Struktur aufweisen. So bilden die von jedem Befragten abgegebenen Vignettenurteile die Mikroebene bzw. die Analyseebene erster Ordnung. Die Respondenten selbst bilden hingegen die Makroebene, welche auch als Analyseebene zweiter Ordnung bezeichnet wird. Anhand der nachstehenden Abbildung wird deutlich, dass sich eine bestimmte Anzahl an Untersuchungseinheiten der Mikroebene, also im vorliegenden Fall vier Vignettenurteile, genau einer Untersuchungseinheit der Makroebene, d. h. dem jeweiligen Befragten, zuordnen lässt. Liegt eine derart geschachtelte Datenstruktur vor, die aus mindestens zwei Analyseebenen besteht, so handelt es sich um eine hierarchische Datenstruktur.<sup>647</sup>

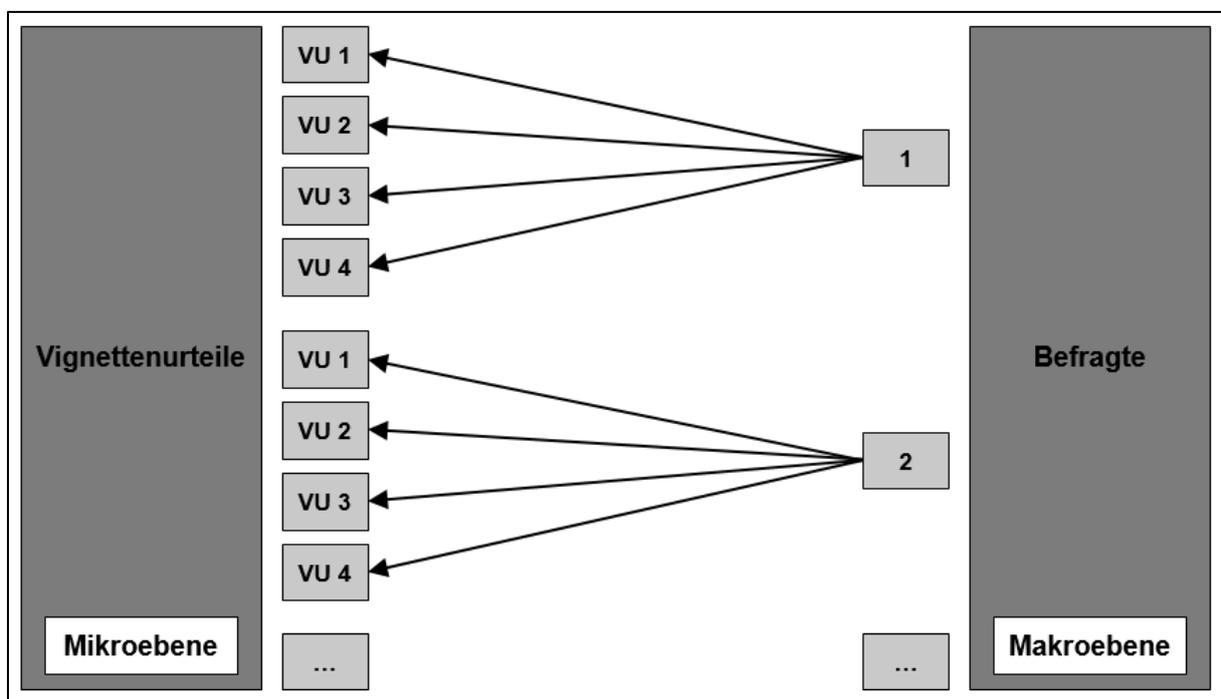


Abbildung 16: Hierarchische Struktur der Daten bei faktoriellen Surveys.<sup>648</sup>

<sup>647</sup> Vgl. RAUDENBUSH, S. W./BRYK, A. S. (2002), S. 3; FRINGS, C. (2010), S. 240.

<sup>648</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 240. Die Abkürzung VU steht für Vignettenurteile.

Hierarchisch strukturierte Daten weisen einige Besonderheiten auf, die bei der Wahl der Analysestrategie berücksichtigt werden sollten. Zunächst ist in diesem Zusammenhang anzuführen, dass die Vignettenurteile als Analyseeinheiten der Mikroebene keine völlig voneinander unabhängigen Größen darstellen. So weisen die jeweils von einem Respondenten abgegebenen Vignettenurteile eine größere Homogenität auf als die von unterschiedlichen Befragten abgegebenen Vignettenurteile. Aufgrund dessen werden jedoch zwei Annahmen verletzt, auf denen die Schätzung (einfacher) linearer Regressionsmodelle beruht. Einerseits wird in diesem Zusammenhang gefordert, dass die Residuen gleichmäßig streuen und somit nicht in Abhängigkeit der jeweiligen Merkmale der Befragten variieren, was als Homoskedastizität bezeichnet wird. Andererseits wird die Unabhängigkeit der Residuen gefordert.<sup>649</sup> Diese Anforderung kann allerdings, wie oben beschrieben, dadurch verletzt werden, dass die von einem Befragten abgegebenen Vignettenurteile einander ähnlicher sind als die Vignettenurteile unterschiedlicher Personen. Ist das der Fall, streuen die Residuen ungleichmäßig und sind untereinander korreliert. Hieraus kann sich wiederum eine Clusterbildung der Residuen ergeben, was der Forderung nach Unabhängigkeit widerspricht.<sup>650</sup> Somit müssen statistische Verfahren angewendet werden, die den besonderen Anforderungen hierarchisch strukturierter Daten entsprechen. Ein derartiges Verfahren ist die ordinale logistische Regression, welche im folgenden Abschnitt beschrieben wird.<sup>651</sup>

Der Umstand, dass sich sowohl die Analyseeinheiten als auch die interessierenden unabhängigen Variablen auf verschiedenen Analyseebenen befinden können, stellt eine weitere Besonderheit hierarchisch strukturierter Daten dar. Hierdurch erhält der Forscher allerdings die Möglichkeit, situationsbezogene und personenspezifische Merkmale bzw. Faktoren gleichzeitig und im Zusammenspiel analysieren zu können, was auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit von Interesse ist.<sup>652</sup> Es soll nämlich nicht nur die Wirkung der im Zuge des faktoriellen Surveys systematisch variierten Dimensionsausprägungen auf die abhängigen Variablen überprüft werden bzw. eine isolierte Betrachtung des ökonomischen Vertrauens, d. h. der situationsspezifischen Vertrauenserwartung, erfolgen. Vielmehr ist es das Ziel der vorliegenden Arbeit, zu analysieren, ob auch die generelle Vertrauensneigung einer Person als personenspezifisches Merk-

---

<sup>649</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 241; URBAN, D./MAYERL, J. (2011), S. 193 f.

<sup>650</sup> Vgl. HOX, J. J./KREFT, I. G. G./HERMKENS, P. L. J. (2016), S. 497 f.; FRINGS, C. (2010), S. 241.

<sup>651</sup> Vgl. LIU, X. (2009), S. 633; GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 497; HOX, J. J. (2010), S. 6.

<sup>652</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 241; HOX, J. J. (2010), S. 6 f.

mal der Makroebene einen Beitrag zur Erklärung der situationsspezifischen Vertrauenserwartung leistet. Somit erstreckt sich die empirische Analyse sowohl über die Mikroebene als auch über die Makroebene.<sup>653</sup>

## 6.1.2 Ordinale logistische Regression als Analyseverfahren

### 6.1.2.1 Grundlagen

Nachdem die Datenstruktur beleuchtet wurde, steht nunmehr das im Rahmen der vorliegenden empirischen Analyse verwendete statistische Verfahren im Mittelpunkt der Betrachtung. Die Auswertung der vorhandenen Daten erfolgt mittels eines ordinalen logistischen Regressionsmodells. Diese Art von Regressionsmodellen wird immer dann eingesetzt, wenn die abhängige Variable ein ordinales Skalenniveau aufweist. Das bedeutet, dass die abhängige Variable über mehr als zwei Ausprägungen bzw. Kategorien verfügt, welche in eine Rangordnung gebracht werden können. Auf diese Weise lassen sich Informationen über ein „mehr oder weniger von etwas“ gewinnen. Aussagen über die Abstände zwischen den Werten der einzelnen Kategorien können hingegen nicht getroffen werden.<sup>654</sup>

In vielen empirischen Studien wird vernachlässigt, dass die abhängige Variable in ordinaler Skalierung vorliegt, um eine Normalverteilung unterstellen und somit eine lineare OLS-Regression verwenden zu können. Allerdings existieren spezielle Regressionsverfahren zur Analyse von abhängigen Variablen, deren Ausprägungen eine Rangfolge aufweisen.<sup>655</sup> Eines der bekanntesten Verfahren stellt in diesem Zusammenhang die erwähnte ordinale logistische Regression dar.<sup>656</sup> Im vorliegenden Fall wird das Vertrauen in ein Unternehmen und die Bereitschaft, dessen Aktie zu kaufen, jeweils anhand einer Rating- bzw. Rangskala mit sieben Kategorien gemessen, wobei die Vertrauens- und Transaktionsbereitschaft entlang der Kategorien zunimmt. Im Folgenden sollen die grundlegende Zusammenhänge der ordinalen logistischen Regression erläutert werden. Hierbei orientieren sich die Ausführungen auch daran, wie das Regressionsmodell in der Statistik-Software Stata implementiert ist, da diese zur Auswertung der erhobenen Daten genutzt wird.

---

<sup>653</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 241 f.

<sup>654</sup> Vgl. ROHRLACK, C. (2009), S. 279; TUTZ, G. (2000), S. 205 f.; WINDZIO, M. (2013), S. 209; KOHLER, U./KREUTER, F. (2017), S. 401.

<sup>655</sup> Vgl. KRAFFT, M. (1997), S. 535; WINDZIO, M. (2013), S. 209.

<sup>656</sup> Vgl. CLOGG, C. C./SHIHADDEH, E. S. (1994), S. 143; WINDZIO, M. (2013), S. 209; MCCULLAGH, P. (1980), S. 109; LIU, X./KOIRALA, H. (2013), S. 235.

Grundgedanke der ordinalen logistischen Regression ist, dass im Rahmen der Messung der abhängigen Variablen  $y$  zunächst nur diskrete Kategorien erfasst werden können. Hinter diesen Kategorien verbirgt sich jedoch eine stetige latente Variable  $y^*$ , wie z. B. Vertrauen, die sich folgendermaßen schätzen lässt:

$$y^* = \beta x + \varepsilon \quad (1)$$

Hierbei stellt  $x$  einen Zeilenvektor ( $1 \times k$ ) der unabhängigen Variablen dar, der keine Konstante enthält.  $\beta$  ist ein Spaltenvektor ( $k \times 1$ ), welcher die Regressionsgewichte repräsentiert. Der Fehlerterm wird durch  $\varepsilon$  ausgedrückt und ist normalverteilt mit  $\varepsilon \sim N(0, 1)$ .<sup>657</sup> Aus der dahinterliegenden abhängigen Variable  $y^*$  resultieren die beobachtbaren Werte der diskreten Kategorien  $m$  von  $y$ . So lässt sich für  $y$  der Wert  $m = 1$  feststellen, wenn sich die latente abhängige Variable zwischen  $-\infty$  und der ersten Schwelle  $\theta_1$  befindet. Liegt der Wert der latenten Variable zwischen Schwelle  $\theta_1$  und Schwelle  $\theta_2$ , kann für  $y$  der Wert 2 beobachtet werden. Weiterhin existiert für  $y$  ein Wert 3, falls sich die latente Variable zwischen Schwelle  $\theta_2$  und Schwelle  $\theta_3$  bewegt. Dieser Logik entsprechend lässt sich allgemein feststellen, dass eine Beobachtung der abhängigen Variablen  $y$  den Wert  $m$  aufweist, wenn „die latente Variable  $y^*$  innerhalb der Fläche liegt, die für die jeweilige Kategorie von den Schwellenwerten  $\theta_{j-1}$  und  $\theta_j$  abgegrenzt wird“<sup>658</sup>. Bei einer Anzahl von  $m$  Kategorien und  $j = m - 1$  Schwellen, bildet somit die oberste Kategorie eine von  $\theta_{j-1}$  und  $+\infty$  begrenzte Fläche.<sup>659</sup> Die beschriebene Zuordnung zu den einzelnen Kategorien soll nachstehend nochmals verdeutlicht werden:

$$y = \left. \begin{array}{l} 1, \text{ wenn } -\infty \leq y^* < \theta_1 \\ 2, \text{ wenn } \theta_1 \leq y^* < \theta_2 \\ 3, \text{ wenn } \theta_2 \leq y^* < \theta_3 \\ J, \text{ wenn } \theta_{j-1} \leq y^* < \theta_j = +\infty \end{array} \right\} \quad (2)$$

Nun ist die Wahrscheinlichkeit vorherzusagen, mit der sich die abhängige Variable  $y^*$  in einer Kategorie  $\theta_j$  befindet. Hierfür wird auf die binäre logistische Regression zurückgegriffen, die sich zu einem Modell für ordinale abhängige Variablen verallgemeinern lässt. Auf diese Weise können, wie nachstehend dargestellt, die logarithmierten Chancen (*Log Odds*) berechnet werden, dass  $y^*$  über der Schwelle  $\theta_1$  liegt. Für die Berechnung der *Log Odds* im Hinblick auf die zweite Schwelle  $\theta_2$  wird dabei analog vorgegangen.

<sup>657</sup> Vgl. LIU, X. (2009), S. 633; TUTZ, G. (2000), S. 210; WINDZIO, M. (2013), S. 209; LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 310.

<sup>658</sup> WINDZIO, M. (2013), S. 210.

<sup>659</sup> Vgl. TUTZ, G. (2000), S. 210 f.; WINDZIO, M. (2013), S. 210; FAHRMEIR, L./HAMERLE, A./TUTZ, G. (1996), S. 271 f.

$$\ln\left(\frac{P(y > 1)}{1 - P(y > 1)}\right) = \theta_1 + \beta x \quad (3)$$

$$\ln\left(\frac{P(y > 2)}{1 - P(y > 2)}\right) = \theta_2 + \beta x \quad (4)$$

Somit kann die Vorhersage für alle Kategorien folgendermaßen generalisiert werden:

$$\ln\left(\frac{P(y > m - 1)}{1 - P(y > m - 1)}\right) = \theta_{j-1} + \beta x \quad (5)$$

Tatsächlich erfolgt die Schätzung allerdings nicht anhand mehrerer einzelner binärer Logit-Modelle. Vielmehr wird nur ein einziges ordinales Modell geschätzt, wobei die Schwelle  $\theta_j$  nunmehr die Bezeichnung Cutoff-Wert bzw. *Cutpoint* erhält. Je größer dieser Wert ist, desto höher liegt die Schwelle, die mindestens erreicht werden soll. Im Gegensatz dazu variiert die Einflussgröße  $\beta$ , d. h. der Vektor der Regressionsgewichte, nicht zwischen den Schwellen.<sup>660</sup> Dieser Umstand ist auf die Annahme der ordinalen logistischen Regression zurückzuführen, dass sich die Effektstärken der unabhängigen Variablen nicht zwischen den Kategorien der abhängigen Variablen unterscheiden.<sup>661</sup> Die sog. Proportional Odds-Annahme lässt sich auch anhand der Gleichungen (1) bis (3) erkennen. Im Zuge der Schätzung der kumulierten *Log Odds* für das Erreichen einer Kategorie verändert sich nämlich lediglich die Schwelle  $\theta_j$ . Die lineare Kombination aus Regressionsgewichten und Werten der unabhängigen Variablen  $\beta x_i$  bleibt jedoch stets konstant.<sup>662</sup> Somit setzt die Schätzung der ordinalen logistischen Regression, wie es bspw. im Rahmen der vorliegenden Analyse der Fall ist, voraus, dass der Effekt der Glaubwürdigkeit beim Übergang von der Kategorie „eher kein Vertrauen“ zur Kategorie „neutral“ genauso stark ist, wie beim Übergang von der Kategorie „neutral“ zur Kategorie „eher Vertrauen“.<sup>663</sup>

Wird diese Annahme der *Proportional Odds* nicht erfüllt, ist die Schätzung der ordinalen logistischen Regression verzerrt. Daher ist die Annahme mit einem entsprechenden Test zu überprüfen, der auf BRANT zurückgeht. Hierbei werden die vorhergesagten Beta-Koeffizienten von

<sup>660</sup> Vgl. WINDZIO, M. (2013), S. 211; LIU, X./KOIRALA, H. (2012), S. 243 f.

<sup>661</sup> Vgl. LIU, X. (2016b), S. 180 f.

<sup>662</sup> Vgl. WINDZIO, M. (2013), S. 212.

<sup>663</sup> Vgl. LÜBKE, C. (2018), S. 110 f. tatsächlich werden die Kategorien im vorliegenden Fall mit „eher nicht“, „neutral“ und „eher ja“ bezeichnet. An dieser Stelle werden allerdings aus Gründen der Lesbarkeit alternative Kategoriebeschriftungen verwendet.

$m - 1$  binären logistischen Regressionen verglichen und für jede Schwelle eine einzelne logistische Regression berechnet. Im Anschluss wird die Signifikanz der Abweichungen mit Hilfe eines  $\chi^2$ -Tests überprüft. Die Statistik-Software Stata gibt bei der Durchführung des Tests nach BRANT sowohl für den Koeffizientenvektor  $\beta$  als auch für jede einzelne Erklärungsvariable einen Testwert aus. Auf diese Weise können möglicherweise vorhandene Problemvariablen identifiziert und u. U. ausgeschlossen werden.<sup>664</sup>

Neben dem von BRANT entwickelten Test existieren noch weitere Verfahren zur Überprüfung der Anpassungsgüte eines ordinalen logistischen Regressionsmodells. Hierfür kann grundsätzlich auf die im Rahmen der Analyse der Anpassungsgüte einer binären logistischen Regression verwendeten statistischen Tests zurückgegriffen werden, da die ordinale logistische Regression bekanntermaßen auf der binären logistischen Regression aufbaut.<sup>665</sup> In diesem Zusammenhang ist zunächst der Likelihood-Quotienten-Test bzw. Likelihood-Ratio-Test (LR-Test) zu nennen, der die Höhe des Erklärungswerts der unabhängigen Variablen angibt. Hierzu vergleicht er unter ausschließlicher Berücksichtigung des konstanten Terms die doppelte negative logarithmierte Likelihood ( $-2LL$ ), d. h. die Devianz bzw. die Abweichung vom Idealwert, des Nullmodells mit der Devianz des vollständigen bzw. alle unabhängigen Variablen enthaltenden Modells.<sup>666</sup> Die Güte des Modells nimmt dabei zu, wenn der  $\chi^2$ -Wert ansteigt und ein Signifikanzniveau von kleiner 0,05 erreicht wird.<sup>667</sup> Zudem lässt sich die Güte des Modells mit Hilfe der Pseudo- $R^2$ -Statistik nach MCFADDEN beurteilen. Hierbei wird vom  $R^2$ -Maximalwert der Quotient aus dem LogLikelihood-Wert des gesamten Modells ( $LL_v$ ) und dem LogLikelihood-Wert des Nullmodells ( $LL_0$ ) subtrahiert. Liegt das Ergebnis zwischen 0,2 und 0,4 deutet dies bereits auf eine gute Modellanpassung hin.<sup>668</sup>

### 6.1.2.2 Interpretation

Die bisherigen Ausführungen haben gezeigt, dass sich die ordinale logistische Regression sehr gut zur Analyse kategorialer Variablen, die über mehr als zwei Ausprägungen verfügen, eignet. Hierfür gibt es verschiedene Gründe. Zunächst sind in diesem Zusammenhang die im Vergleich

---

<sup>664</sup> Vgl. BRANT, R. (1990), S. 1171 f.; LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 330 f.; LIU, X. (2016b), S. 145; LÜBKE, C. (2018), S. 111.

<sup>665</sup> Vgl. GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 497; RESE, M./BIEREND, A. (1999), S. 237 f.; LIU, X. (2016b), S. 145 f.

<sup>666</sup> Vgl. RESE, M./BIEREND, A. (1999), S. 236 f.; GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 497.

<sup>667</sup> Vgl. GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 497; BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 316.

<sup>668</sup> Vgl. GAUTSCHI, T. (2010), S. 228; BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 317.

zu klassischen Regressionsmodellen schwächeren Annahmen bzgl. des Skalenniveaus zu nennen. Zudem bietet die ordinale logistische Regression den Vorteil, dass sowohl der Einfluss der erklärenden Variablen auf den Übergang von einer Responsekategorie zur nächsthöheren Responsekategorie als auch die Ordnung der Responsekategorien berücksichtigt werden kann.<sup>669</sup> Den genannten Vorteilen lässt sich jedoch auch ein Nachteil gegenüberstellen. Dieser besteht in der weniger intuitiven Interpretation der ordinalen logistischen Regression bzw. der *Log Odds* im Vergleich zur OLS-Regression. Daher wird das Modell und dessen Interpretation nachfolgend näher beleuchtet.

Zunächst soll die Schätzung der Wahrscheinlichkeit, dass  $y$  einer bestimmten Kategorie zugeordnet werden kann, anhand eines Beispielwerts erfolgen. So wird für  $y = 2$  – unter Berücksichtigung der jeweiligen unabhängigen Variablen  $x$  – ein Wert von zwei angenommen. Diese mit  $P$  bezeichnete Wahrscheinlichkeit drückt hierbei aus, dass sich der Wert der mit der beobachtbaren Variablen  $y$  verknüpften latenten Variable  $y^*$  zwischen den Schwellen  $\theta_1$  und  $\theta_2$  befindet. Mit  $y^* = \beta x + \varepsilon$  und  $\theta_1 \leq y^* < \theta_2$  erhält man somit folgenden Ausdruck:

$$P(y_i = 2 | x) = P(\theta_1 \leq \beta x + \varepsilon < \theta_2) \quad (6)$$

Aus der Subtraktion von  $\beta x$  auf beiden Seiten der Ungleichung folgt schließlich:

$$P(y_i = 2 | x) = P(\theta_1 - \beta x \leq \varepsilon < \theta_2 - \beta x) \quad (7)$$

Es wird somit die Wahrscheinlichkeit vorhergesagt, dass der Fehlerterm  $\varepsilon$  zwischen den gezeigten Intervallen liegt. Hierbei ist der von der jeweiligen Schwelle  $\theta_j$  subtrahierte Wert umso größer, je größer  $\beta x$  ist, da die Schwellen  $\theta_j$  als konstant angenommen werden. Hat also im Beispiel  $y = 2$  die Variable  $x$  einen positiven Einfluss  $\beta$  auf  $y^*$  und werden außerdem zunehmende Werte für  $x$  in die Gleichung aufgenommen, so verschiebt sich die Verteilung von  $y^*$  gegenüber den Schwellenwerten  $\theta_j$  nach rechts.<sup>670</sup> Grund hierfür ist der Term  $\theta_2 - \beta x$ , der sich durch die Subtraktion der Linearkombination  $\beta x$  im Verhältnis zur Verteilung entsprechend verkleinert. Die genaue Lage des Fehlerterms  $\varepsilon$  im Intervall von  $\theta_2$  und  $\theta_1$  ist dabei allerdings nicht von Bedeutung. Eine Linksverschiebung liegt entsprechend vor, wenn sich die  $\beta x$ -Werte relativ zur Verteilung verringern. Wird nun statt einer Normalverteilung eine logistische Verteilung mit  $\text{Var}(\varepsilon) = \pi^2 / 3$  für  $F$  unterstellt, so führt dies zum kumulativen logistischen Modell

<sup>669</sup> Vgl. GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 498.

<sup>670</sup> Vgl. WINDZIO, M. (2013), S. 215 f.; WINKELMANN, R./BOES, S. (2006), S. 180 f.

bzw. dem *Proportional Odds Model* (PO-Modell), welches für die Schwellen  $\theta_j$  wie folgt definiert ist:

$$P(y_i = m | x) = F(\theta_j - \beta x) - F(\theta_{j-1} - \beta x) \quad (8)$$

Wie zuvor bereits angedeutet, lassen sich die Ergebnisse des PO-Modells infolge der unterstellten logistischen Verteilung allerdings nicht wie gewohnt interpretieren.<sup>671</sup> Es besteht nämlich ein wesentlicher Unterschied im Vergleich zur binären logistischen Regression: Bei der binären logistischen Regression werden lediglich die logarithmierten Chancen für  $y = 1$  gegenüber  $y = 0$  vorhergesagt und somit die Chancen betrachtet, einen größeren Wert der latenten Variablen  $y^*$  zu erhalten. Im ordinalen Modell verhält sich dies zunächst umgekehrt, da auf Basis der Schwelle  $\theta_j$  die *Odds* geschätzt werden, dass  $y$  kleiner oder gleich einer Kategorie  $m$  ist, was sich folgendermaßen darstellen lässt:

$$P(y \leq m | x) = \frac{\exp(\theta_j - \beta x)}{1 + \exp(\theta_j - \beta x)} \quad (9)$$

oder

$$\ln\left(\frac{P(y \leq m | x)}{P(y > m | x)}\right) = \theta_j - \beta x \quad (10)$$

Die Bezeichnung kumulativ ist hierbei auf die Eigenschaft des Modells zurückzuführen, dass für jede festgelegte Kategorie  $m$  das Verhältnis der kumulierten Chancen für zwei Subpopulationen  $x$  und  $s$  wie folgt definiert werden kann:

$$\frac{P(y \leq m | x) / P(y > m | x)}{P(y \leq m | s) / P(y > m | s)} = \exp((x - s)\beta) \quad (11)$$

Im vorliegenden Fall ist somit das Verhältnis der Chance, dem Unternehmen eher kein Vertrauen zu gewähren, im Verhältnis zur Chance dem Unternehmen gegenüber eine neutrale Vertrauensposition einzunehmen, über die Population hinweg stabil. Die Aussage hängt also nicht von der Kategorie der abhängigen Variablen  $m$  ab.<sup>672</sup>

Um detailliertere Informationen über die relative Höhe der Einflussstärke der unterschiedlichen unabhängigen Variablen gewinnen zu können, können Effekt-Koeffizienten bzw. Odds-Ratios

<sup>671</sup> Vgl. FAHRMEIR, L./HAMERLE, A./TUTZ, G. (1996), S. 273; GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 496; LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 312; WINDZIO, M. (2013), S. 216 f.

<sup>672</sup> Vgl. WINDZIO, M. (2013), S. 218 f.; GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 497.

(OR) berechnet werden. Dieser Effekt-Koeffizient  $\exp(\beta)$  zeigt an, wie sich das Chancenverhältnis ändert, in eine höhere Kategorie  $m$  von  $y$  (gegenüber einer niedrigeren Kategorie  $m$  von  $y$ ) geschätzt zu werden, wenn die jeweilige unabhängige Variable  $x$  um eine Einheit erhöht wird. Der Darstellung in Stata entsprechend, werden die ORs somit aufwärtsgerichtet betrachtet. Für die vorliegende Analyse könnte das bspw. bedeuten, dass eine positive Einstufung des Effekt-Koeffizienten Fähigkeit die Wahrscheinlichkeit für eine Schätzung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable „eher ja“ im Vergleich zur Kombination der beiden anderen Kategorien „eher nicht“ und „neutral“ erhöhen würde.<sup>673</sup> Ob die jeweilige unabhängige Variable dabei auch eine bedeutsame Einflussgröße darstellt, lässt sich anhand des Konfidenzintervalls (KI) des Effekt-Koeffizienten ablesen. Dies ist der Fall, wenn das 95%-Konfidenzintervall vollständig über oder unter eins liegt.<sup>674</sup>

## 6.2 Beschreibung des Datensatzes

Wie bereits zu Beginn des Kapitels angeführt, weist der Datensatz eine hierarchische Struktur mit zwei Ebenen auf. Auf der ersten Ebene, der Mikroebene, befinden sich hierbei die einzelnen Vignettenurteile der Respondenten. Die zweite Ebene wird als Makroebene bezeichnet und umfasst die Befragten selbst in Form der persönlichen Vertrauensneigung. Insgesamt wurden 147 Fragebögen an potentielle Kandidaten der Befragung ausgegeben. Hiervon wurden 100 Fragebögen retourniert, was einer erfreulich hohen Rücklaufquote von 68 % entspricht und damit den beschriebenen hohen Akquisitionsaufwand widerspiegelt. Die 100 retournierten Fragebögen wurden von den Befragten vollständig bearbeitet, so dass die Fallzahl nicht reduziert werden musste. Da jedem Befragten bzw. jeder Befragten jeweils ein Set von vier Vignetten zur Beurteilung vorgelegt wurde, basiert die statistische Analyse der Mikroebene auf 400 Vignettenurteilen. Für die Analyse der Makroebene stehen dementsprechend noch 100 Fälle zur Verfügung. Insgesamt sind im Hinblick auf die beschriebenen Fallzahlen somit relativ robuste Schätzergebnisse zu erwarten.<sup>675</sup>

---

<sup>673</sup> Der Übergang von einer negativen Ausprägung zu einer positiven Ausprägung bei einer unabhängigen Variablen wird hierbei als Erhöhung von  $x$  um eine Einheit verstanden.

<sup>674</sup> Vgl. RESE, M./BIEREND, A. (1999), S. 240; GERPOTT, T. J./MAHMUDOVA, I. (2006), S. 498; WINDZIO, M. (2013), S. 219 f.

<sup>675</sup> Hierbei ist insbesondere die Fallzahl auf der zweiten Ebene hervorzuheben. Vgl. hierzu MAAS, C. J. M./HOX, J. J. (2004), S. 130 f.; FRINGS, C. (2010), S. 220.

Neben der persönlichen Vertrauensneigung wurden auch soziodemografische Faktoren der Befragten, wie z. B. Alter, Geschlecht, Berufserfahrung und Tätigkeitsfeld, erhoben. Diese Faktoren bzw. Variablen sind ebenfalls der Makroebene zuzuordnen, da sie der Charakterisierung der befragten Personen dienen. In diesem Zusammenhang lässt sich bzgl. des personenspezifischen Merkmals Alter für die aus professionellen Kapitalanlegern bestehende Gelegenheitsstichprobe feststellen, dass das Durchschnittsalter der Befragten bei etwa 41 Jahren liegt. Dementsprechend lange sind die befragten Personen bereits in ihrem Beruf tätig, nämlich im Durchschnitt 18 Jahre, wobei die geringste Berufserfahrung ein Jahr und die höchste Berufserfahrung 40 Jahre beträgt. Somit stützt sich die vorliegende Studie auf Befragte, die über sehr fundierte Kenntnisse und einen entsprechend Track-Record am Kapitalmarkt verfügen. Der Anteil der männlichen Befragten fällt mit 89 % deutlich höher aus als der Anteil der weiblichen Befragten. Dieses Verhältnis stellt allerdings für die Finanzbranche im Allgemeinen und den Bereich Kapitalanlage im Speziellen keine Besonderheit dar.<sup>676</sup>

Für die Untersuchung wurden professionelle Anleger aus den drei größten Anlageklassen Renten-/Geldmarkt, Multi Asset und Aktien rekrutiert. Mit einem Anteil von 63 % der Befragten ist der Bereich Multi Asset hierbei am stärksten vertreten. Die übrigen Respondenten verteilen sich in etwa gleich auf die Anlageklassen Renten-/Geldmarkt und Aktien. Anhand dieser Verteilung wird deutlich, dass nur eine verhältnismäßig geringe Anzahl an Befragten die Anlageklasse Aktien betreut. Im Sinne der Analyse wäre möglicherweise eine Verschiebung der Verteilung zugunsten der Anlageklasse Aktien wünschenswert gewesen. Jedoch ist in diesem Zusammenhang entgegenzuhalten, dass die Auswahl der befragten Personen auf einer Gelegenheitsstichprobe basiert.<sup>677</sup> Dementsprechend wurden die Respondenten vor allem nach ihrer Verfügbarkeit und nicht nach der Zugehörigkeit zu einer Asset-Klasse rekrutiert.

Ein wesentlicher Bestandteil der Analyse ist die Integration der generellen Vertrauensneigung einer Person in das Vertrauensmodell. Um die Vertrauensneigung erheben zu können, wird, wie in Abschnitt 5.4 ausführlich beschrieben, ein aus drei Items bestehender additiver Vertrauensindex gebildet. Die Vorgehensweise zur Messung der generellen Vertrauensneigung einer Person im Rahmen der vorliegenden Arbeit gleicht somit der bewährten Methodik des ESS, was einen entsprechenden Vergleich der Ergebnisse ermöglicht.<sup>678</sup> Im vorliegenden Fall haben die Befragten eine mittlere generelle Vertrauensneigung von 4,36. Da die mittlere generelle

---

<sup>676</sup> Vgl. NIESSEN-RUENZI, A./RUENZI, S. (2018), S. 4.

<sup>677</sup> Vgl. zur Gelegenheitsstichprobe Kapitel 5.2.3.

<sup>678</sup> Um die Ergebnisse vergleichen zu können, wurde die 11-Punkt-Skala des ESS in die im Rahmen der vorliegenden Arbeit verwendete 7-Punkt-Skala transformiert.

Vertrauensneigung der deutschen ESS-Stichprobe bei 4,43 liegt, verfügen die im Rahmen der vorliegenden Analyse befragten Personen über ein leicht geringeres Vertrauensniveau als der Bevölkerungsquerschnitt Deutschlands.<sup>679</sup> Dennoch kann das Vertrauensniveau der Befragten als relativ hoch bezeichnet werden, was auch den Erwartungen im Vorfeld der Erhebung entspricht. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass die Respondenten grundsätzlich über ein relativ hohes Bildungsniveau und ein familiäres bzw. soziales Umfeld verfügen, welches sich durch einen vergleichsweise hohen sozioökonomischen Wohlstand auszeichnet. Diese beiden Faktoren zählen nämlich zu den wichtigsten Einflussfaktoren auf die generelle Vertrauensneigung einer Person, d. h. auf ihr soziales Vertrauen.<sup>680</sup>

## 6.3 Empirische Überprüfung des Analysemodells

### 6.3.1 Deskriptive Ergebnisse

Nachdem die Eigenschaften der an der Befragung teilnehmenden Personen näher beleuchtet wurden, soll nun im ersten Schritt der eigentlichen empirischen Analyse die noch relativ überschaubare Datenmenge anhand entsprechender Zahlen charakterisiert werden. In diesem Zusammenhang geben die beiden nachfolgenden Tabellen zunächst Aufschluss darüber, wie die zentralen Variablen, d. h. die Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“ bzw. „Transaktionsbereitschaft“ in ihren Häufigkeiten besetzt sind.

---

<sup>679</sup> Für die Daten des deutschen Bevölkerungsquerschnitts vgl. European Social Survey (2016).

<sup>680</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 253; DELHEY, J./NEWTON, K. (2003), S. 112 f.; ALESINA, A./LA FERRARA, E. (2002), S. 207 f.; KUNZ, V. (2004b), S. 223 f.

<b>Antworten</b>	<b>N</b>	<b>%</b>	<b>kum. %</b>
Dem Unternehmen würde ich auf keinen Fall vertrauen.	54	13,50	13,50
2	64	16,00	29,50
3	79	19,75	49,25
4	63	15,75	65,00
5	63	15,75	80,75
6	60	15,00	95,75
Dem Unternehmen würde ich auf jeden Fall vertrauen.	17	4,25	100,00
<b>Summe</b>	<b>400</b>	<b>100,00 %</b>	

**Tabelle 11: Absolute und relative Häufigkeiten Urteil Vertrauen.**

<b>Antworten</b>	<b>N</b>	<b>%</b>	<b>kum. %</b>
Ich würde die Aktie auf keinen Fall kaufen.	59	14,75	14,75
2	56	14,00	28,75
3	63	15,75	44,50
4	65	16,25	60,75
5	75	18,75	79,50
6	55	13,75	93,25
Ich würde die Aktie auf jeden Fall kaufen.	27	6,75	100,00
<b>Summe</b>	<b>400</b>	<b>100,00 %</b>	

**Tabelle 12: Absolute und relative Häufigkeiten Urteil Aktie.**

Bevor die grundlegende Struktur der Daten weiter analysiert wird, ist jedoch auf die Kategorisierung der zentralen Variablen einzugehen, da sich diese für die Zwecke der statistischen Auswertung, wie in Abschnitt 6.1.2 angedeutet, ändert. So werden beide Variablen von sieben auf drei Kategorien verdichtet und mit „eher nicht“, „neutral“ und „eher ja“ bezeichnet. Durch diese

Verdichtung bzw. Rekodierung lassen sich die erhobenen Daten nicht nur besser interpretieren. Vielmehr ergeben sich auch aus Sicht der Berufspraxis klarere Ergebnisse, da sich die drei verbliebenen Kategorien an der üblicherweise im Kapitalanlagebereich verwendeten Empfehlungssystematik „Verkaufen“, „Halten“ und „Kaufen“ orientieren.<sup>681</sup> Für die verdichteten Variablen ergibt sich im Hinblick auf die Häufigkeitsverteilungen folgendes Bild:

Antworten	N	%	kum. %
eher nicht	197	49,25	49,25
neutral	63	15,75	65,00
eher ja	140	35,00	100,00
<b>Summe</b>	<b>400</b>	<b>100,00 %</b>	

**Tabelle 13: Verdichtete absolute und relative Häufigkeiten Urteil Vertrauen.**

Antworten	N	%	kum. %
eher nicht	178	44,50	44,50
neutral	65	16,25	60,75
eher ja	157	39,25	100,00
<b>Summe</b>	<b>400</b>	<b>100,00 %</b>	

**Tabelle 14: Verdichtete absolute und relative Häufigkeiten Urteil Aktie.**

Auf Basis der gezeigten Häufigkeitstabellen für die verdichteten und nicht verdichteten Variablen lassen sich zwei quadratische Kreuztabellen erstellen. Als quadratisch werden die Tabellen deshalb bezeichnet, weil die Zeilenanzahl  $r$  mit der Spaltenanzahl  $c$  übereinstimmt, d. h. die Variablen „Vertrauen“ und „Aktienkauf“ verfügen über das gleiche Skalenniveau. Anhand der Kreuztabellen, welche nachstehend dargestellt sind, ist es nun möglich, einen evtl. bestehenden

<sup>681</sup> Zu den Empfehlungskategorien vgl. bspw. RICHTER, T. (2005), S. 205 f.; SCHNETTLER, D. (2009), S. 109; DUGAR, A./NATHAN, S. (1995), S. 145; Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) (2018), S. 14; STANZEL, M. (2007), S. 71.

Zusammenhang zwischen den beiden Variablen aufzeigen zu können. Hierzu werden die Kreuztabellen einem Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach PEARSON unterzogen.<sup>682</sup>

Urteil Vertrauen	Urteil Aktie							Summe
	Ich würde die Aktie auf keinen Fall kaufen.	2	3	4	5	6	Ich würde die Aktie auf jeden Fall kaufen.	
Dem Unternehmen würde ich auf keinen Fall vertrauen.	41	6	2	1	2	1	1	54
2	13	24	15	7	4	1	0	64
3	2	19	25	16	15	1	1	79
4	1	3	13	27	12	5	2	63
5	1	3	5	6	30	16	2	63
6	1	1	2	7	12	31	6	60
Dem Unternehmen würde ich auf jeden Fall vertrauen.	0	0	1	1	0	0	15	17
Summe	59	56	63	65	75	55	27	400

**Tabelle 15: Kreuztabelle der Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“.**

<sup>682</sup> Vgl. BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 367; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 559; ECKSTEIN, P. P. (2016), S. 300 f.; BEHNKE, J./BEHNKE, N. (2006), S. 194.

	Urteil Aktie			
Urteil Vertrauen	eher nicht	neutral	eher ja	Summe
eher nicht	147	24	26	197
neutral	17	27	19	63
eher ja	14	14	112	140
Summe	178	65	157	400

**Tabelle 16: Kreuztabelle der Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“ (verdichtet).**

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest stellt einen Ein-Stichproben-Test dar, mit dessen Hilfe auf einem vorher festgelegten Signifikanzniveau  $\alpha$  überprüft werden kann, ob zwei kategoriale Variablen voneinander unabhängig sind.<sup>683</sup> Hierbei folgt der Unabhängigkeitstest im Hinblick auf die Unabhängigkeitshypothese asymptotisch einer Chi-Quadrat-Verteilung. Das bedeutet wiederum, dass die Verteilung nur einen einzigen Parameter hat, nämlich die Anzahl der Freiheitsgrade  $df$ , welche sich aus  $(r - 1) \times (c - 1)$  ergibt. Im vorliegenden Fall wird also die Nullhypothese  $H_0$  formuliert, dass die Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“ stochastisch unabhängig voneinander sind. Auf Basis des vorab festgelegten Signifikanzniveaus von  $\alpha = 0,05$  und eines Pearson-Chi-Quadrat-Werts von 606,395 mit 36 Freiheitsgraden für die nicht verdichteten Variablen wird die Unabhängigkeitshypothese  $H_0$  gemäß dem p-value-Konzept verworfen und die Alternativhypothese  $H_1$  angenommen, da  $p < 0,001$  ist. Somit kann davon ausgegangen werden, dass zwischen dem Vertrauen in ein Unternehmen und dem Kauf der Aktie des Unternehmens ein Zusammenhang besteht. Das gleiche Bild zeigt sich für die verdichteten Variablen. Auch hier wird die Unabhängigkeitshypothese  $H_0$  verworfen, da sich bei vier Freiheitsgraden ein Pearson-Chi-Quadrat-Wert von 209,389 mit  $p < 0,001$  ergibt.<sup>684</sup>

Zusätzlich zum Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest wurde die Korrelation der verdichteten und nicht verdichteten Variablen anhand der Maßzahl Tau-b nach KENDALL analysiert. Die nicht parametrische Maßzahl Kendall-Tau-b ist das Ergebnis eines paarweisen Vergleichs ordinalskaliertter Variablen, bei dem Rangbindungen berücksichtigt werden. Hierbei kann die Kenngröße Kendall-Tau-b Werte im Bereich von  $-1$  bis  $+1$  annehmen. Für die nicht verdichteten

<sup>683</sup> Vgl. ECKSTEIN, P. P. (2016), S. 301; KOHLER, U./KREUTER, F. (2017), S. 176.

<sup>684</sup> Vgl. AGRESTI, A. (1990), S. 47 f.; ECKSTEIN, P. P. (2016), S. 301 f.; LIU, X. (2016b), S. 80 f.

Variablen bzw. die Originalvariablen ergibt sich eine Tau-b-Korrelation von 0,646. Eine annähernd gleiche Korrelation zeigt sich auch für die verdichteten Variablen. Hier beträgt der Tau-b-Wert 0,610. Da sowohl im Hinblick auf die Originalvariablen als auch auf die verdichteten Variablen für den p-Wert  $p < 0,001$  gilt, ist die Nullhypothese  $H_0$  zu Gunsten der Alternativhypothese  $H_1$  zu verwerfen. In beiden Fällen ist die Korrelation somit signifikant und befindet sich auf einem mittleren positiven Niveau. So bestätigt sich der oben gewonnene Eindruck, dass ein Investor eher die Aktien eines Unternehmens kauft, wenn er diesem auch (ökonomisch) vertraut.<sup>685</sup>

Um die anhand der drei Items Vorsicht, Fairness und Hilfsbereitschaft erhobene generelle Vertrauensneigung der Befragten statistisch absichern zu können, wurden die Daten einer Reliabilitätsanalyse und einer Faktorenanalyse unterzogen. Zur Bestimmung der Reliabilität wird hierbei sehr häufig die Methode der internen Konsistenz verwendet, welche sich in der Regel auf die Berechnung des Alpha-Koeffizienten nach CRONBACH stützt.<sup>686</sup> Der Koeffizient ermittelt die Beziehung zwischen den interessierenden Items auf Basis ihrer durchschnittlichen Korrelationen, wobei er Werte zwischen Null und Eins annehmen kann. Wird ein hoher Wert erreicht, so spricht dies auch für eine hohe Reliabilität der Messung.<sup>687</sup> Da Cronbach's Alpha im vorliegenden Fall einen Wert von 0,779 ausweist, kann die Reliabilität der Erhebung der generellen Vertrauensneigung mittels der drei beschriebenen Items als akzeptabel angesehen werden.<sup>688</sup>

Ob sich die Items Vorsicht, Fairness und Hilfsbereitschaft nun auch zum theoretisch beschriebenen (latenten) Konstrukt der generellen Vertrauensneigung zusammenfassen lassen, wurde mit Hilfe eines strukturentdeckenden Verfahrens untersucht, nämlich der exploratorischen Faktorenanalyse.<sup>689</sup> Die Ergebnisse der Analyse zeigt die nachstehende Tabelle.

---

<sup>685</sup> Vgl. TOKARSKI, K. O. (2009), S. 390; JANSSEN, J./LAATZ, W. (2017), S. 276 f.; ACOCK, A. C. (2018), S. 140 f.; CLEFF, T. (2015), S. 113 f.

<sup>686</sup> Vgl. CRONBACH, L. J. (1951), S. 297; DÖRING, N./BORTZ, J. (2016), S. 443.

<sup>687</sup> Vgl. DRENGNER, J. (2006), S. 173.

<sup>688</sup> Vgl. TAVAKOL, M./DENNICK, R. (2011), S. 54; STREINER, D. L. (2003), S. 103; NUNNALLY, J. C./BERNSTEIN, I. H. (2010), S. 251 f.; HOMBURG, C./GIERING, A. (1996), S. 8; DE VELLIS, R. F. (1991), S. 85.

<sup>689</sup> Die Faktorenanalyse wurde als Hauptachsenanalyse durchgeführt, da dieses Verfahren besonders gut geeignet ist, um latente Konstrukte, wie z. B. die generelle Vertrauensneigung, identifizieren zu können. Vgl. hierzu WIDAMAN, K. F. (1993), S. 305 f.; CLEFF, T. (2015), S. 222; RUSSELL, D. W. (2002), S. 1637 f.

<b>Kaiser-Meyer-Olkin-Kriterium (KMO)</b>	0,687
<b>Eigenwerte</b>	
Faktor 1	1,485
Faktor 2	-0,114
Faktor 3	-0,189
<b>Faktorladungen</b>	
Vorsicht	0,627
Fairness	0,749
Hilfsbereitschaft	0,728

**Tabelle 17: Ergebnisse der exploratorischen Faktorenanalyse.**

Zunächst wurde das KMO-Kriterium bestimmt. Mit Hilfe dieses Kriteriums lässt sich feststellen, ob eine Faktorenanalyse überhaupt möglich bzw. sinnvoll ist. So sollte die Faktorenanalyse nicht durchgeführt werden, wenn der Wert des KMO-Kriteriums 0,5 unterschreitet. Im vorliegenden Fall liegt das KMO-Kriterium mit 0,687 in einem akzeptablen Bereich, was grundsätzlich für die Durchführung einer Faktorenanalyse spricht.<sup>690</sup>

Anhand der Eigenwerte zeigt sich, dass nur der erste Faktor beibehalten werden kann, da die beiden anderen Faktoren jeweils einen Wert von kleiner Eins aufweisen. Somit laden die Items Vorsicht, Fairness und Hilfsbereitschaft auf einen dahinterliegenden Faktor bzw. ein dahinterliegendes Konstrukt. Dass es sich auch um substantielle Faktorladungen handelt, verdeutlichen die einzelnen Ladungswerte, da sie jeweils größer als 0,500 sind. Für das Fairness-Item wurde hierbei der höchste Wert (0,749) festgestellt. Dem Berufsethos der befragten Personen entsprechend, verwundert dieses Ergebnis nicht.<sup>691</sup> Offensichtlich scheinen professionelle Kapitalanleger, für die im Zusammenhang mit ihren Aktivitäten am Kapitalmarkt das gesprochene Wort gilt, ein besonderes Augenmerk auf einen fairen Umgang miteinander zu legen. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Eignung der Items Vorsicht, Fairness und Hilfsbereitschaft

<sup>690</sup> Vgl. KAISER, H. F./RICE, J. (1974), S. 111 f.; CLEFF, T. (2015), S. 220; BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 399.

<sup>691</sup> Zum Berufsethos im Kapitalanlagebereich vgl. bspw. ACI - The Financial Markets Association (2015); KOLLER, E. (2017).

zur Messung der generellen Vertrauensneigung sowohl durch die Reliabilitätsanalyse als auch durch die Faktorenanalyse bestätigt wird.

### 6.3.2 Basisanalyse

#### 6.3.2.1 Basismodell I: Vertrauenserwartung

Zu Beginn der statistischen Analyse werden insgesamt drei Basismodelle berechnet. Als Basismodelle werden die Modelle deshalb bezeichnet, weil sie die Mehrebenenstruktur der vorliegenden Daten explizit noch nicht berücksichtigen. Hierdurch ist es möglich, die Struktur der gewonnenen Daten zunächst grundlegend analysieren zu können, bevor diese mit Hilfe von komplexeren Mehrebenenmodellen untersucht werden. Die Komplexität der geschätzten Modelle wird somit stufenweise erhöht, was nicht nur zu einem besseren Verständnis beitragen soll, sondern auch der empfohlenen Vorgehensweise in der Literatur entspricht.<sup>692</sup> So umfasst das Basismodell I lediglich das ökonomische Vertrauen, welches aus den vier Merkmalen Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität besteht, das soziologische Vertrauen bzw. die generelle Vertrauensneigung sowie die Variablen „Berufserfahrung“ und „Asset-Klasse“ als weitere personenspezifische Faktoren. Im weiteren Verlauf der Analyse werden die genannten personenspezifischen Faktoren dann der Befragtenebene zugeordnet, da es sich hierbei um Faktoren handelt, die nicht situationsspezifisch variieren. Vielmehr handelt es sich hierbei um Faktoren, welche die befragten Personen eindeutig charakterisieren. Auch aus theoretischer Sicht ist die gewählte Einteilung daher vertretbar.

Die abhängige Variable wird durch die Variable „Urteil Vertrauen“ repräsentiert und in der beschriebenen verdichteten Form verwendet. Nachdem die situative Vertrauenserwartung bzw. das entstandene ökonomische Vertrauen anhand von Basismodell I analysiert wurde, wird mit Basismodell II dessen Wirkung auf die Transaktionsbereitschaft untersucht. Die abhängige Variable „Urteil Aktie“ wird hierbei ebenfalls in ihrer verdichteten Form verwendet. Ein Strukturgleichungsmodell (Basismodell III), welches erstmals die Wirkung des ökonomischen Vertrauens sowie der personenspezifischen Faktoren auf die Transaktionsbereitschaft in einem gemeinsamen Modell abbildet, rundet den grundlegenden Analyseteil ab.

Vor der eigentlichen Analyse des Basismodells I ist jedoch zu überprüfen, ob das logistische Regressionsmodell überhaupt aussagekräftig ist. Zur Analyse der Anpassungsgüte des Modells

---

<sup>692</sup> Vgl. HOX, J. J. (2010), S. 55 f.; RAUDENBUSH, S. W./BRYK, A. S. (2002), S. 23.

stehen hierbei die bereits erwähnten Maße bzw. Tests zur Verfügung. Der Reihenfolge im genannten Abschnitt entsprechend, wurde zunächst die Proportional Odds-Annahme anhand des Tests nach BRANT analysiert. Dieser Test zeigt, dass die Annahme der Proportionalität der Effekte mit  $\text{Chi}^2 = 11,51$  ( $p > 0,174$ ) nicht verletzt wird.<sup>693</sup> Eine weitere Möglichkeit die Anpassungsgüte des Modells zu überprüfen stellt der LR-Test dar. Der LR-Test vergleicht die Likelihood des berechneten Modells mit der Likelihood des Nullmodells, d. h. mit einem Modell, welches keine Prädiktoren enthält. Die Bedeutung des berechneten Modells ist dabei umso höher, je stärker sich die beiden Likelihood-Werte voneinander unterscheiden. Im vorliegenden Fall kommt der LR-Test zum Ergebnis, dass der Effekt aller Variablen zusammen in der Grundgesamtheit nicht Null ist bzw. dass die Nullhypothese der statistischen Unabhängigkeit aller Variablen bei acht Freiheitsgraden und einem LR  $\text{Chi}^2$ -Wert von 180,05 ( $p < 0,001$ ) abzulehnen ist.<sup>694</sup> Letztlich wird die Güte des Modells mit Hilfe des Pseudo- $R^2$  überprüft. Im Ergebnis zeigt sich ein relativ starker Zusammenhang zwischen der abhängigen Variable und den unabhängigen Variablen (Pseudo- $R^2 = 0,2234$ ).<sup>695</sup>

Aufgrund der Tatsache, dass die Variable „Urteil Vertrauen“ über drei kategoriale Ausprägungen verfügt, die als aufsteigend verstanden werden können, wird, wie zu Beginn des Kapitels beschrieben, ein ordinales logistisches Regressionsmodell bzw. ein *Ordered Logistic Model* verwendet.<sup>696</sup> Die Ergebnisse für das Basismodell I zeigt die nachstehende Tabelle.<sup>697</sup>

---

<sup>693</sup> Vgl. LIU, X. (2009), S. 637; BRANT, R. (1990), S. 1171 f.

<sup>694</sup> Vgl. KOHLER, U./KREUTER, F. (2017), S. 387 f.; RUDOLF, M./MÜLLER, J. (2004), S. 182.

<sup>695</sup> Vgl. BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 317; LIU, X. (2009), S. 636. Im Folgenden wird die Überprüfung der Anpassungsgüte der jeweiligen Modelle nicht mehr ausführlich beschrieben, um Wiederholungen zu vermeiden. Die entsprechenden Werte können aber den Ergebnistabellen entnommen werden.

<sup>696</sup> Vgl. DEMARIS, A. (2004), S. 17 f.; O'CONNELL, A. A. (2006), S. 1 f.; LONG, J. S. (1997), S. 114 f.; LIU, X. (2016b), S. 141 f.; HAMILTON, L. C. (2013), S. 268 f.

<sup>697</sup> Für die gesamte empirische Analyse werden Signifikanzniveaus von  $p < 0,10$ ,  $p < 0,05$ ,  $p < 0,01$  und  $p < 0,001$  verwendet und als akzeptabel erachtet, was insbesondere auch für das erstgenannte Signifikanzniveau gilt. Vgl. hierzu bspw. BORTZ, J. (2005), S. 123.

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Fähigkeit	3.72	0.851	5.74	0.000	2.38	5.83
Glaubwürdigkeit	6.95	1.659	8.13	0.000	4.36	11.10
Wohlwollen	1.90	0.424	2.87	0.004	1.23	2.94
Integrität	7.63	1.830	8.47	0.000	4.77	12.20
Vertrauensneigung	1.29	0.134	2.42	0.015	1.05	1.58
Berufserfahrung	0.98	0.011	-1.69	0.092	0.96	1.00
Asset-Klasse						
Multi-Asset	0.74	0.209	-1.06	0.288	0.43	1.29
Aktien	0.87	0.326	-0.37	0.711	0.42	1.81

$$\text{Chi}^2 = 180,05, p < 0,001 / \text{Pseudo-R}^2 = 0,223 / \text{Brant-Test} = 11,51, p > 0,174$$

**Tabelle 18: Basismodell I – Vertrauenserwartung.**

Anhand der Tabelle wird deutlich, dass die Regressionskoeffizienten als ORs ausgegeben werden. Da ORs als intuitiv weniger zugänglich erscheinen, wird an dieser Stelle nochmals kurz auf deren Interpretation eingegangen. Als Beispiel hierfür dient die abhängige Variable „Urteil Vertrauen“ und die unabhängige Variable „Fähigkeit“.

Wie beschrieben, hat die abhängige Variable „Urteil Vertrauen“ die drei Ausprägungen bzw. Levels „eher nicht“, „neutral“ und „eher ja“. Die unabhängige Variable „Fähigkeit“ ist als Bestandteil des ökonomischen Vertrauens mit „negativ“ und „positiv“ kodiert. Anhand der OR von 3,72 ( $p < 0,001$ ) lässt sich nun der statistisch signifikante Zusammenhang erkennen, dass bei einer positiven Ausprägung der unabhängigen Variable „Fähigkeit“ die Wahrscheinlichkeit für eine Schätzung der Fähigkeitsvariable in die höchste Kategorie der abhängigen Variable „Urteil Vertrauen“, also die Kategorie „eher ja“, um das 3,72-fache höher ist als für die Kombination der beiden anderen Kategorien „eher nicht“ und „neutral“ zusammen.<sup>698</sup> Im Hinblick

<sup>698</sup> Die positive Ausprägung der Variable bzw. der „Sprung“ von der negativen zur positiven Ausprägung der Variable kann hierbei auch als Anstieg um eine Einheit aufgefasst werden.

auf die abhängige Variable erfolgt die Interpretation also immer anhand der höchsten Kategorie der abhängigen Variable in Bezug auf die übrigen beiden Kategorien.<sup>699</sup>

Noch stärkere Zusammenhänge zeigen sich für die Variablen „Glaubwürdigkeit“ und „Integrität“. So ist die Wahrscheinlichkeit für eine Schätzung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable bei der Glaubwürdigkeitsvariable um das 6,95-fache ( $p < 0,001$ ) und bei der Integritätsvariable sogar um das 7,63-fache ( $p < 0,001$ ) höher. Mit einer OR von 1,90 ( $p < 0,01$ ) weist die Variable „Wohllwollen“ dagegen den schwächsten Zusammenhang auf.

Grundsätzlich wird die generelle Vertrauensneigung im Rahmen der Analyse aufgrund ihres Indexcharakters als metrische Variable verstanden.<sup>700</sup> Der in der obigen Tabelle aufgeführte Wert für die generelle Vertrauensneigung kann daher wie folgt interpretiert werden: Mit dem Anstieg der generellen Vertrauensneigung um eine Einheit erhöht sich – im Vergleich zu den beiden übrigen Kategorien „eher nicht“ und „neutral“ zusammen – die Wahrscheinlichkeit für eine Zuordnung in die höchste Kategorie („eher ja“) der abhängigen Variable um das 1,29-fache ( $p < 0,05$ ). Das Ergebnis deutet somit darauf hin, dass die generelle Vertrauensneigung einen Einfluss auf die Bildung der situativen Vertrauenserwartung eines Investors hat, wenn gleich der Effekt moderat ausfällt.

Die ersten Analyseschritte einer ordinalen logistischen Regression sehen weiterhin vor, dass für jede Datenzeile bzw. jeden Probanden Wahrscheinlichkeiten berechnet werden, mit denen er den einzelnen Kategorien der abhängigen Variable zugeordnet werden kann.<sup>701</sup> So ergibt sich bspw. im Falle des ersten Befragten (ID = 1, Set = 1, Vignettenummer = 1) eine Wahrscheinlichkeit in die niedrigste Kategorie der abhängigen Variable „eher nicht“ geschätzt zu werden von  $p = 0,88$ , also 88 %. Für die Kategorie „neutral“ liegt die Wahrscheinlichkeit bei  $p = 0,07$  (7 %) und bei der Kategorie „eher ja“ nur noch bei  $p = 0,05$  (5 %). In Summe ergeben die Wahrscheinlichkeiten für jede Datenzeile somit immer  $p = 1,00$  (100 %). Liegen – bis auf die Informationen bzgl. der abhängigen Variable „Urteil Vertrauen“ keine weiteren Informationen über den Probanden vor – lässt sich feststellen, dass die Wahrscheinlichkeit für die Zuordnung des Probanden in die Kategorie „eher nicht“ sehr hoch ist. Der Befragte wird dem Unternehmen also eher nicht vertrauen, was am deutlichen Abstand zu der in Abschnitt 3.4 beschriebenen Grenze von  $p = 0,5$  (50 %) zu erkennen ist. Dieses Ergebnis entspricht den Erwartungen, da

<sup>699</sup> Vgl. LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 335 f.

<sup>700</sup> Vgl. URBAN, D./MAYERL, J. (2011), S. 275.

<sup>701</sup> Vgl. LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 206 f.; KOHLER, U./KREUTER, F. (2017), S. 369 f.

drei von vier Vertrauensmerkmalen eine negative Ausprägung aufweisen und darunter insbesondere auch die beiden kognitiven Vertrauensmerkmale „Fähigkeit“ und „Glaubwürdigkeit“ zu finden sind.

Der Logik der 50-Prozent-Grenze folgend, zeigt die nachstehende Abbildung die Zuordnung der gesamten Stichprobe zu den drei Kategorien der abhängigen Variable unter Berücksichtigung der generellen Vertrauensneigung der Befragten. Zu interpretieren ist die Abbildung dabei wie folgt: Ist die generelle Vertrauensneigung einer Person sehr gering, bzw. Eins, so liegt die Wahrscheinlichkeit für eine Schätzung der Person in die Kategorie „eher nicht“ (blaue Linie) bei über 50 % (rote Linie). Das bedeutet, dass Personen, die im Allgemeinen nicht vertrauen, auch einem Unternehmen eher skeptisch gegenüberstehen. Dieser Umstand lässt sich auch anhand der gezeigten Konfidenzintervalle erkennen. Die durchschnittliche Wahrscheinlichkeit bei einem Skalenwert von Eins in die Kategorie „eher nicht“ geschätzt zu werden liegt bei  $p = 0,63$ , wobei das  $KI_{95}$   $[0,51 ; 0,75]$  beträgt. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % liegt der tatsächliche Wert somit immer über dem (subjektiv gesetzten) Grenzwert von 50 %.

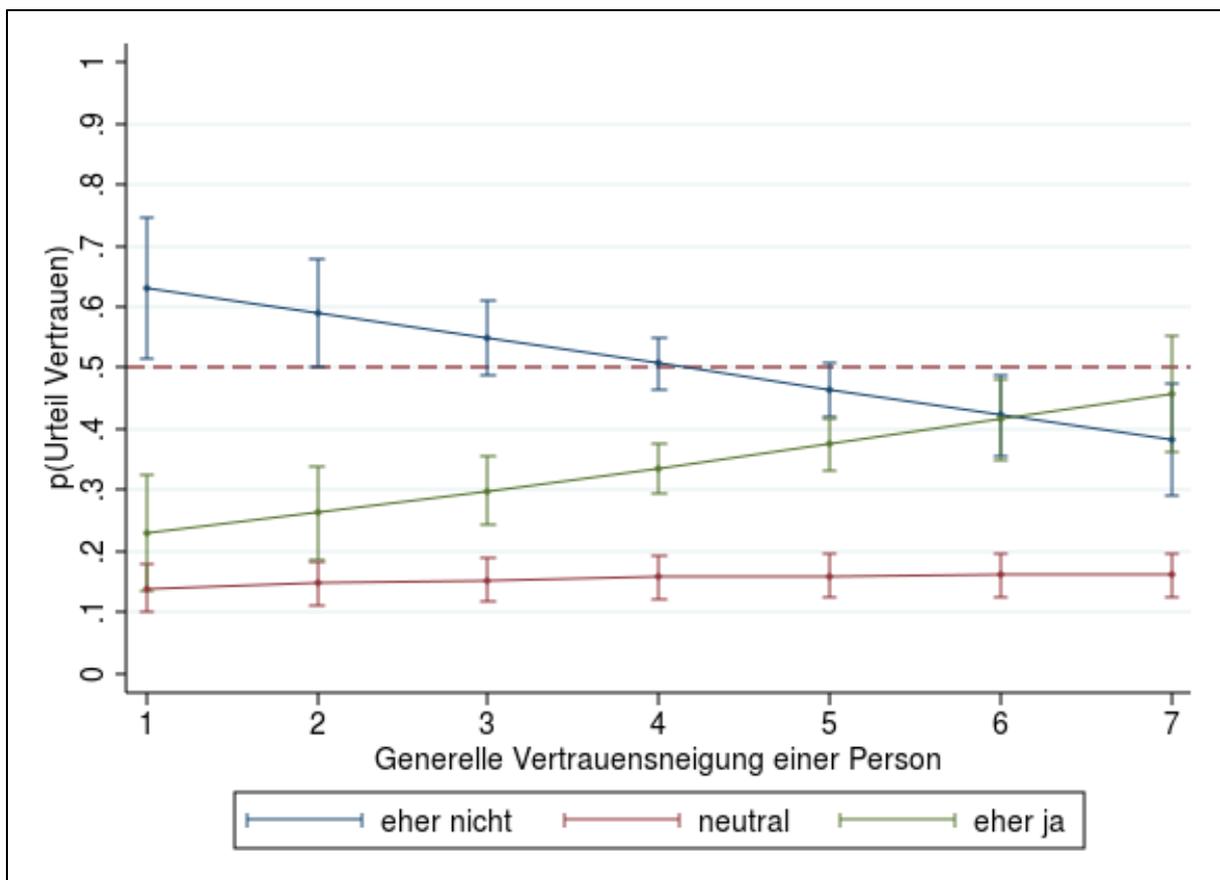


Abbildung 17: Marginal Plot für die generelle Vertrauensneigung.

Weiterhin ist anhand der Abbildung der beschriebene positive Zusammenhang zwischen dem Vertrauen in ein Unternehmen bzw. der Kategorie „eher ja“ (grüne Linie) und der generellen Vertrauensneigung einer Person zu erkennen. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass es sich lediglich um eine schwache positive Korrelation handelt, da die 50-Prozent-Marke letztlich nicht überschritten wird. Ein weiteres Indiz für den eher schwachen Zusammenhang ist, dass das  $KI_{95}$  [0,36 ; 0,55] bei einem Skalenwert von Sieben den Grenzwert von 50 % einschließt.<sup>702</sup> Zurückzuführen ist dieser Umstand möglicherweise auf die Zielgruppe der vorliegenden Analyse. So scheint es einem professionellen Investor im Rahmen seiner beruflichen Tätigkeit zumindest teilweise zu gelingen, den Einfluss, der von seiner persönlichen Einstellung ausgeht, reduzieren zu können.

Einen weiteren persönlichen Faktor stellt die Berufserfahrung der befragten Personen dar. Mit Blick auf Tabelle 16 fällt auf, dass die OR für die Berufserfahrung nur 0,98 beträgt ( $p < 0,10$ ). Mit dem Anstieg der Berufserfahrung um ein Jahr ist die Wahrscheinlichkeit für eine Zuordnung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable damit um das 0,98-fache größer als für die beiden anderen Kategorien zusammen. Praktisch bedeutet ein Wert von 0,98 eine Verringerung der Wahrscheinlichkeit: Je mehr Berufserfahrung ein Befragter hat, desto wahrscheinlicher ist es, dass er der Kategorie „eher nicht“ zugeordnet wird und somit einem Unternehmen aufgrund von situativen Anreizen nicht vertraut. Dies erscheint vor dem Hintergrund plausibel, dass die Risikobereitschaft von Anlegern mit zunehmendem Alter abnimmt.<sup>703</sup> Dementsprechend ist es bspw. vorstellbar, dass ältere Investoren aufgrund der über die Zeit gesammelten Erfahrungswerte im Hinblick auf einstellungsbezogene Faktoren möglicherweise vorsichtiger agieren als ihre jüngeren Kollegen. Die nachstehende Abbildung zeigt den beschriebenen Zusammenhang nochmals grafisch.

---

<sup>702</sup> Für einen vertiefenden Einblick in die methodische Vorgehensweise der grafischen Datenaufbereitung vgl. bspw. LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 141 f.; AGRESTI, A. (1990), S. 56 f.

<sup>703</sup> Vgl. zu dieser Thematik bspw. MORIN, R. A./FERNANDEZ SUAREZ, A. (1983); RILEY, W. B./CHOW, K. V. (1992); HALLAHAN, T. A./FAFF, R. W./MCKENZIE, M. D. (2004).

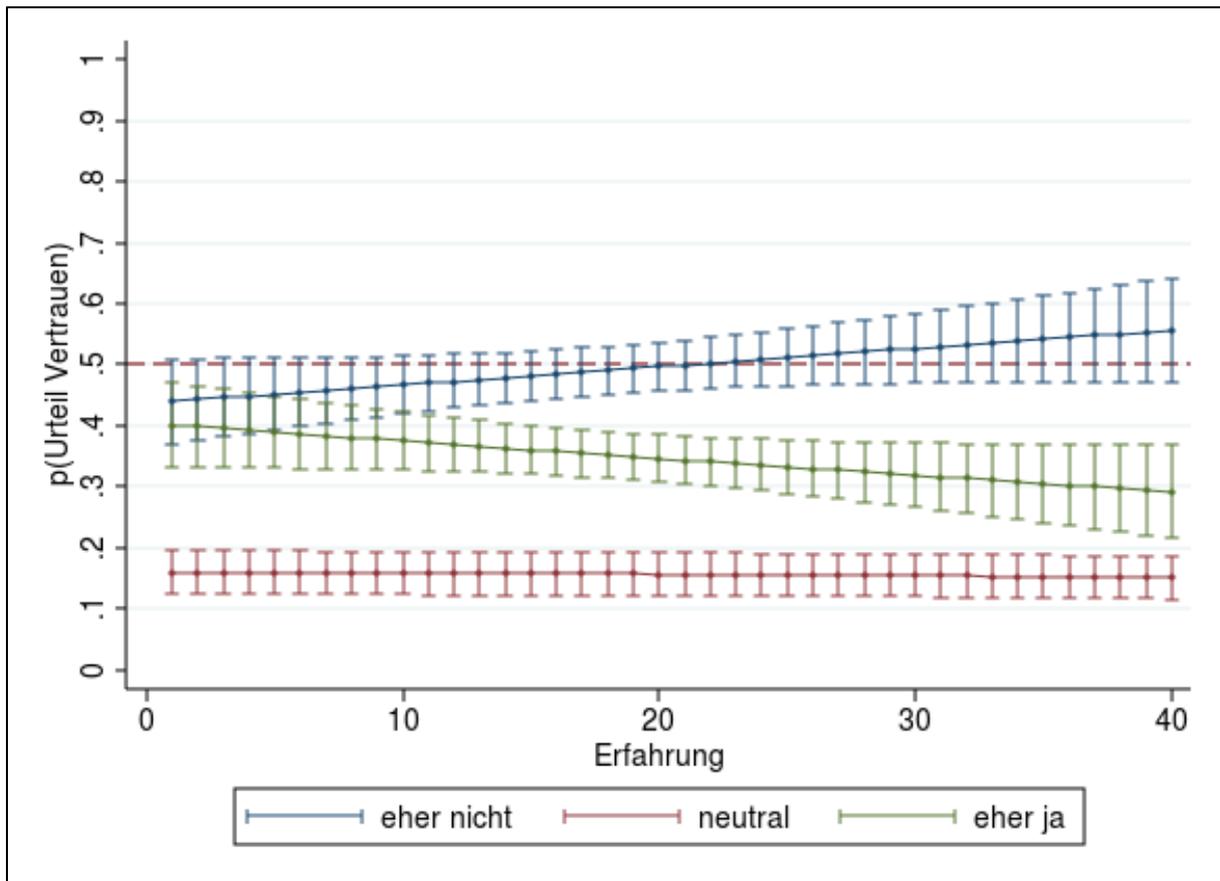


Abbildung 18: Marginal Plot für die Berufserfahrung.

### 6.3.2.2 Basismodell II: Transaktionsbereitschaft

Nachdem das Investorenvertrauen mit den ökonomischen und soziologischen Komponenten grundlegend analysiert wurde, soll nun auch die Wirkung auf die Transaktionsbereitschaft bzw. die Aktienkaufabsicht untersucht werden. Da es sich hierbei ebenfalls um ein Basismodell handelt, wird die Einebenenstruktur der Daten zunächst nochmals beibehalten. Allerdings löst die Variable „Urteil Aktie“ nun die Variable „Urteil Vertrauen“ als abhängige Variable ab. Aus Gründen der Vergleichbarkeit wird hierbei die Verfahrensweise der Kategorisierung der abhängigen Variable beibehalten, d. h. es werden die Kategorien „eher nicht“, „neutral“ und „eher ja“ verwendet. Die Referenzkategorie bildet die Kategorie „eher nicht“, wie anhand der folgenden Tabelle zu erkennen ist.

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Urteil Vertrauen						
neutral	3,75	1,148	4,32	0,000	2,06	6,83
eher ja	12,53	3,989	7,94	0,000	6,72	23,39
Fähigkeit						
Glaubwürdigkeit	7,47	2,029	7,40	0,000	4,38	12,72
Wohlwollen	1,19	0,286	0,71	0,479	0,74	1,90
Integrität	2,89	0,776	3,94	0,000	1,70	4,89
Vertrauensneigung	1,02	0,117	0,13	0,894	0,81	1,27
Berufserfahrung	0,98	0,012	-1,68	0,093	0,96	1,00
Asset-Klasse						
Multi-Asset	0,56	0,173	-1,87	0,061	0,31	1,03
Aktien	0,78	0,317	-0,61	0,541	0,35	1,73

$$\text{Chi}^2 = 280,66, p < 0,001 / \text{Pseudo-R}^2 = 0,343 / \text{Brant-Test} = 30,64, p > 0,01$$

**Tabelle 19: Basismodell II – Transaktionsbereitschaft.**

Für die Kategorie „eher ja“ der unabhängigen Variable „Urteil Vertrauen“ zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Zuordnung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable „Urteil Aktie“ im Vergleich zur Kategorie „eher nicht“ um das 12,53-fache höher ist ( $p < 0,001$ ). Vertraut ein Investor also, entscheidet er sich wahrscheinlich eher zum Kauf der Aktie. Weiterhin lassen sich analog zum Basismodell I signifikante Ergebnisse für die Variablen „Fähigkeit“ ( $p < 0,001$ ), „Glaubwürdigkeit“ ( $p < 0,001$ ) und „Integrität“ ( $p < 0,001$ ) feststellen. Sind die genannten Variablen jeweils positiv ausgeprägt, so liegt auch eine höhere Wahrscheinlichkeit für die Aktienkaufabsicht der Befragten vor. Im Vergleich zum Basismodell I heben sich nun jedoch die beiden kognitiven Vertrauensmerkmale deutlich von den emotionalen Vertrauensmerkmalen ab. Geht es also um die konkrete Transaktion und nicht „nur“ um das Vertrauen in ein Unternehmen, so scheinen eher rationale Gesichtspunkte eine Rolle im Rahmen des Entscheidungsprozesses des professionellen Anlegers zu spielen.

Ein ähnlicher Effekt zeigt sich auch für die Beziehung zwischen der generellen Vertrauensneigung des Anlegers und dessen Transaktionsbereitschaft. Die OR beträgt hier zwar 1,02 und liegt damit knapp über Eins, das Ergebnis hat insgesamt aber keinen signifikanten Einfluss. Grund hierfür könnte das relativ hohe allgemeine Vertrauensniveau sein, welches in der Befragtengruppe vorliegt.<sup>704</sup> Umso höher das allgemeine Vertrauensniveau bspw. innerhalb einer Gruppe oder einer Bevölkerung nämlich ist, desto geringer ist im Allgemeinen dessen Einfluss auf die Bildung der Vertrauenserwartung.<sup>705</sup> Der größere Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft des Investors geht offenbar von den ökonomischen Vertrauensfaktoren aus.

Neben der Berufserfahrung ( $p < 0,1$ ) weist die obige Tabelle auch für die Investment-Klasse „Multi Asset“ ( $p < 0,1$ ) ein signifikantes Ergebnis aus. Hierbei zeigt sich für den Bereich „Multi Asset“ im Vergleich zur Referenzkategorie „Renten-/Geldmarkt“ eine um das 0,56-fach höhere Wahrscheinlichkeit in die höchste Kategorie („eher ja“) der abhängigen Variable „Urteil Aktie“ geschätzt zu werden, d. h. die Wahrscheinlichkeit ist deutlich geringer. So lässt sich an dieser Stelle der Analyse – auch unter Berücksichtigung des Ergebnisses für die Asset-Klasse „Aktien“ – vermuten, dass der Einfluss des Vertrauens auf die Kaufabsicht mit zunehmender Spezialisierung auf den Bereich Aktien sinkt.

### 6.3.2.3 Basismodell III: Gesamtmodell (GSEM)

Im Zuge der schrittweisen Modellierung werden die beiden Basismodelle als nächstes zu einem Gesamtmodell zusammengefügt. Hierfür wird ein verallgemeinertes Strukturgleichungsmodell (*Generalized Structural Equation Model – GSEM*) verwendet. Derartige Modelle sind nämlich sehr gut geeignet, um nicht-lineare funktionale Zusammenhangsstrukturen zwischen latenten Variablen bzw. hypothetischen Konstrukten analysieren zu können. Ein weiterer Vorteil von Strukturgleichungsmodellen ist, dass sich Mehrebenenstrukturen, wie sie im vorliegenden Fall vorhanden sind, abbilden lassen.<sup>706</sup> Um die Wirkung des ökonomischen Vertrauens auf die Transaktionsbereitschaft besonders kontrastreich darstellen zu können, dient die Kategorie „eher ja“ der Variablen „Urteil Vertrauen“ als Referenzkategorie, d. h. sie wird mit den beiden

---

<sup>704</sup> Für die Analyse des Vertrauensniveaus vgl. Abschnitt 6.2.

<sup>705</sup> Vgl. hierzu bspw. GEORGARAKOS, D./PASINI, G. (2011), S. 693.

<sup>706</sup> Vgl. BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2016), S. 19; ARZHEIMER, K. (2016), S. 112 f.; AICHHOLZER, J. (2017), S. 165 f.

übrigen Kategorien „eher nicht“ und „neutral“ verglichen.<sup>707</sup> Die Ergebnisse für das Basismodell III können nachstehender Tabelle entnommen werden.

Abhängige Variable	Unabhängige Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
						unteres	oberes
Urteil Aktie	Urteil Vertrauen						
	eher ja	18,02	4,627	11,26	0,000	10,89	29,80
	Fähigkeit	3,71	0,849	5,74	0,000	2,37	5,81
	Glaubwürdigkeit	6,92	1,649	8,12	0,000	4,34	11,04
	Wohlwollen	1,89	0,422	2,86	0,004	1,22	2,93
Urteil Vertrauen	Integrität	7,60	1,822	8,47	0,000	4,75	12,16
	Vertrauensneigung	1,27	0,131	2,37	0,018	1,04	1,56
	Berufserfahrung	0,98	0,010	-1,63	0,103	0,96	1,00
	Asset-Klasse						
	Renten/ Geldmarkt	1,31	0,361	0,98	0,329	0,76	2,25

**Tabelle 20: Basismodell III – Gesamtmodell (GSEM).**

Diejenigen Probanden, die einem Unternehmen ökonomisches Vertrauen entgegenbringen, weisen im Vergleich zu den Probanden, die dies nicht tun oder neutral eingestellt sind, eine um das 18,02-fach höhere Wahrscheinlichkeit auf, in die höchste Kategorie der abhängigen Variable „Urteil Aktie“ geschätzt zu werden ( $p < 0,001$ ). Übersetzt bedeutet das: Wenn ein Investor einem Unternehmen situativ vertraut, dann ist er auch eher dazu bereit die Aktie des Unternehmens zu kaufen. Liegen zudem für alle vier Faktoren des ökonomischen Vertrauens positive Ausprägungen vor, so ist die Wahrscheinlichkeit, in der höchsten Kategorie der Transaktionsbereitschaft zu liegen, um das 3,71-fache (Fähigkeit,  $p < 0,001$ ), das 6,92-fache (Glaubwürdigkeit,  $p < 0,001$ ), das 1,89-fache (Wohlwollen,  $p < 0,01$ ) bzw. das 7,60-fache (Integrität,  $p < 0,001$ ) höher als dies bei einem Szenario von vier negativ ausgeprägten Faktoren der Fall ist.

<sup>707</sup> Vgl. LONG, J. S./FREESE, J. (2014), S. 195 f.; ARZHEIMER, K. (2016), S. 113 f.

Die größten Effekte lassen sich hierbei erneut für die Faktoren „Glaubwürdigkeit“ und „Integrität“ nachweisen.

Weiterhin zeigen die Ergebnisse, dass sich die Wahrscheinlichkeit der Zuordnung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable „Urteil Aktie“ mit der Zunahme der Vertrauensneigung um eine Einheit um das 1,27-fache erhöht ( $p < 0,05$ ). Somit bestätigt sich das im Zuge der isolierten Betrachtung der situativen Vertrauens Erwartung gewonnene Ergebnis (Basismodell I). Die Befragten werden bei der Bildung der situativen Vertrauens Erwartung zumindest teilweise durch ihre generelle Vertrauensneigung beeinflusst. Im Gegensatz dazu haben die Variablen „Berufserfahrung“ und „Asset-Klasse“ keinen signifikanten Einfluss auf die Vertrauens Erwartung bzw. das Vertrauensurteil. Auch an dieser Stelle bestätigen sich die mit Hilfe des Basismodells I gewonnen Erkenntnisse, wobei sich das Ergebnis für die Variable „Asset-Klasse“ lediglich auf den Renten-/Geldmarkt als Referenzwert bezieht. Auf diese Weise lassen sich zwei gegensätzliche Investmentbereiche gegenüberstellen, d. h. es kann ein Bereich, der grundsätzlich nicht in Aktien investiert mit einem Bereich, der wenigstens zu einem bestimmten Anteil in Aktien investiert, verglichen werden.

### 6.3.3 Mehrebenenanalyse

#### 6.3.3.1 Grundlagen

Anhand der bisher berechneten Modelle sollte ein erster Einblick in die Struktur der erhobenen Daten gewährt werden. Die Mehrebenenstruktur der Daten wurde hierbei jedoch noch nicht berücksichtigt. Das bedeutet, dass bisher nicht zwischen dem Erklärungsbeitrag der vignettenspezifischen Merkmale auf der Mikroebene und den personenspezifischen Merkmalen der Makroebene unterschieden wurde. In diesem Teil der Analyse wird allerdings zwischen den verschiedenen Ebenen unterschieden und analysiert, wie stark die Mikroebene von der Makroebene beeinflusst wird. So sollte sich letztlich vor allem bestätigen, dass die situationsspezifische Vertrauens Erwartung statistisch signifikant zwischen den einzelnen Befragten bzw. interpersonell variiert.

Um ein derartiges Beziehungsgeflecht untersuchen und befragtenspezifische Unterschiede berücksichtigen zu können, kommen sog. Mehrebenenmodelle zum Einsatz. Im vorliegenden Fall handelt es sich um ein *Multilevel Mixed-Effects Ordered Logistic Regression Model*, da die

Daten mittels einer ordinalen Skala erhoben wurden. Ein *Multilevel Mixed-Effects Ordered Logistic Regression Model* kommt vergleichsweise selten zur Anwendung. Daher soll im Folgenden auf die Funktionsweise des besagten Mehrebenenmodells eingegangen werden.<sup>708</sup>

Grundsätzlich kann ein *Multilevel Mixed-Effects Ordered Logistic Regression Model* als eine Generalisierung des in Abschnitt 6.1.2 beschriebenen PO-Modells angesehen werden. Dementsprechend ermitteln beide Modelle die Wahrscheinlichkeit, in oder über einer bestimmten Kategorie der abhängigen Variable zu liegen. Im Vergleich zum PO-Modell können mit einem *Multilevel Mixed-Effects Ordered Logistic Regression Model* jedoch auch Wirkzusammenhänge von Variablen untersucht werden, die auf unterschiedlichen Ebenen bzw. Levels liegen. Zudem ist es möglich, sowohl die Regressionskonstante (*Random Intercept*) als auch die Regressionskoeffizienten (*Random Slope*) zwischen verschiedenen Ebenen variieren zu können, so dass sich auch die Varianz-Kovarianz-Struktur der Daten offenlegen lässt.<sup>709</sup> Somit kann die erste Ebene des Mehrebenenmodells folgendermaßen dargestellt werden:

$$\begin{aligned} \text{Ebene 1: } \quad \text{logit}[\pi_{kij}(Y > k)] &= \ln \left( \frac{\pi(Y_{ij} > k | x_1, x_2, \dots, x_p)}{\pi(Y_{ij} \leq k | x_1, x_2, \dots, x_p)} \right) = \\ & -\alpha_k + (\beta_{1j}X_{1ij} + \beta_{2j}X_{2ij} + \dots + \beta_{pj}X_{pij}) \end{aligned} \quad (12)$$

Die Indizes  $i$  und  $j$  stehen hierbei für den  $i$ -ten Befragten im  $j$ -ten Cluster. Häufig wird zur Erklärung dieser Spezifikation das Beispiel von Schülern verwendet, die verschiedenen Schulen angehören.<sup>710</sup> In diesem Zusammenhang spricht man auch davon, dass  $i$ -Schüler in  $j$ -Schulen genestet sind. Ohne die beschriebenen Indizes würde das Modell wiederum dem einfachen PO-Modell entsprechen, mit dessen Hilfe der Zusammenhang zwischen einer bestimmten Anzahl von unabhängigen Variablen und einer ordinal skalierten abhängigen Variable analysiert werden kann. Zunächst tritt die beschriebene Spezifikation in Verbindung mit dem Logit-Ausdruck auf. Dieser Ausdruck, also  $\text{logit}[\pi_{kij}(Y > k)]$ , steht für die Link-Funktion und beschreibt die kumulierte Wahrscheinlichkeit, dass der  $i$ -te Befragte im  $j$ -ten Cluster in eine bestimmte Kategorie  $k$  geschätzt wird. Der rechte Teil der Gleichung stellt dagegen die lineare Kombination der unabhängigen Variablen  $X_{1ij}$ ,  $X_{2ij}$ , ...,  $X_{pij}$  mit den entsprechenden Logit-Koeffizienten  $\beta_{1j}$ ,  $\beta_{2j}$ , ...,  $\beta_{pj}$  dar. Für die Logit-Koeffizienten wird dabei festgelegt, dass diese nicht zwischen den verschiedenen Kategorien der abhängigen Variable variieren, was auch als Proportional

<sup>708</sup> Vgl. LIU, X. (2016b), S. 410; Stata Press (2015), S. 159. Für die grundsätzliche Herangehensweise bei Mehrebenenmodellen vgl. bspw. auch HEDEKER, D. (2008); GOLDSTEIN, H. (2011); HOX, J. J. (2010); RAU-DENBUSH, S. W./BRYK, A. S. (2002); SNIJDERS, T. A. B./BOSKER, R. J. (2012).

<sup>709</sup> Vgl. LIU, X. (2016b), S. 404.

<sup>710</sup> Das Beispiel wird u. a. in SNIJDERS, T. A. B./BOSKER, R. J. (2012); HOX, J. J. (2010) genannt.

Odds-Annahme bzw. als Parallel Lines-Annahme bekannt ist.<sup>711</sup> Im Gegensatz dazu dürfen die Regressionskoeffizienten, d. h. die *Slopes*, im Rahmen einer Mehrebenenbetrachtung allerdings zwischen den Clustern variieren.<sup>712</sup>

Weiterhin steht das im linken Teil der obigen Gleichung abgebildete  $k$  für eine Reihe von Cutoff-Werten bzw. *Cutpoints*, die bei der Berechnung von logistischen Mehrebenenmodellen ausgegeben werden. Die Anzahl der *Cutpoints*  $k$  hängt dabei von der Anzahl der Kategorien der abhängigen Variable ab. So werden bei  $k$  Kategorien insgesamt  $k - 1$  *Cutpoints* berechnet. Wie der *Random Intercept* können auch die *Cutpoints* zwischen den unterschiedlichen Clustern variieren.<sup>713</sup>

Die Funktionsweise eines logistischen Mehrebenenmodells soll nun anhand des oben genannten Beispiels von Schülern, die in verschiedenen Klassen und Schulen organisiert sind, verdeutlicht werden. So ist ein Forscher bspw. daran interessiert, ob Schüler dazu in der Lage sind, einfache arithmetische Operationen mit ganzen Zahlen durchführen zu können. Gemessen wird dies in Abhängigkeit von einer Variable auf der Schülerebene (erste Ebene oder Mikroebene) und einer Variable auf der Schulebene (zweite Ebene oder Makroebene). Die Variable auf der ersten Ebene gibt dabei an, ob die Muttersprache des Schülers Englisch ist („Sprache“) und die Variable auf der zweiten Ebene identifiziert die Schule entweder als öffentlich oder als privat („Öffentlich“). Zudem berücksichtigt das Modell die Möglichkeit, dass die *Cutpoints* und der *Slope* der Variable „Sprache“ zufällig zwischen den Schulen variieren können. Im Hinblick auf die Mehrebenenstruktur der Daten ergeben sich folgende Gleichungen für die beiden Ebenen:

$$\begin{aligned} \text{Ebene 1:} \quad \eta_{ij} = \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] &= \ln \left( \frac{\pi(Y_{ij} > k)}{\pi(Y_{ij} \leq k)} \right) = \\ & -\alpha_k + (\beta_{0j} + \beta_{1j} \text{Sprache}_{ij}) \end{aligned} \quad (13)$$

$$\text{Ebene 2:} \quad \beta_{0j} = \gamma_{00} + \gamma_{01}(\text{Öffentlich}_j) + \mu_{0j} \quad (14)$$

$$\text{Ebene 2:} \quad \beta_{1j} = \gamma_{10} + \gamma_{11}(\text{Öffentlich}_j) + \mu_{1j} \quad (15)$$

Der Ausdruck  $\eta_{ij}$  bzw.  $\text{logit}(\pi_{kij})$  steht, wie zuvor bereits beschrieben, für die Link-Funktion und gibt an mit welcher Wahrscheinlichkeit sich ein Schüler  $i$  der Schule  $j$  in einer bestimmten

<sup>711</sup> Für das PO-Modell und die Proportional Odds-Annahme vgl. auch Abschnitt 6.1.2.

<sup>712</sup> Vgl. HAHS-VAUGHN, D. L. (2017), S. 501 f.; LIU, X. (2016b), S. 405.

<sup>713</sup> Vgl. LONG, J. S./FRESE, J. (2014), S. 310 f.; LIU, X. (2016b), S. 405.

Kategorie  $k$  der abhängigen Variable befindet. Formal lässt sich diese Beziehung wie folgt ausdrücken:

$$\ln \left( \frac{\pi(Y_{ij} > k)}{\pi(Y_{ij} \leq k)} \right) \quad (16)$$

Die Gleichungen für die zweite Ebene enthalten die Koeffizienten  $\gamma_{00}$ ,  $\gamma_{01}$  sowie  $\gamma_{11}$ . Diese Koeffizienten stellen die fixen Effekte dar, wobei  $\gamma_{00}$  für den *Intercept* steht und somit die Gesamtwahrscheinlichkeit für die Zuordnung zu einer bestimmten Kategorie der abhängigen Variable „Mathematikkenntnisse“ angibt.<sup>714</sup> Der Term  $\mu_{0j}$  stellt einen Fehlerterm auf der Schulebene dar. Da der *Intercept* im vorliegenden Fall als Null angenommen wird, gibt  $\mu_{0j}$  tatsächlich den Fehlerterm der *Cutpoints* an. Weiterhin repräsentiert  $\gamma_{01}$  die durchschnittliche Gesamtsteigung für die Variable „Sprache“, wenn die Ebene 2-Variable „Öffentlich“ Null ist. Der Fehlerterm für den *Random Slope* auf der ersten Ebene (für alle Schulen zusammen) wird mit  $\mu_{1j}$  bezeichnet. Schließlich stellt  $\gamma_{01}$  den fixen Effekt der Ebene 2-Variable „Öffentlich“ und  $\gamma_{11}$  den ebenenübergreifenden Interaktionseffekt der beiden Variablen „Sprache“ und „Öffentlich“ dar. In kombinierter Form ergibt sich somit folgender Ausdruck:

$$\eta_{ij} = \text{logit}[\pi_{kij}(Y_{ij} > k)] = (-\alpha_k + \mu_{0j}) + \gamma_{01}\text{Öffentlich}_j + \gamma_{10}\text{Sprache}_{ij} + \gamma_{11}\text{Öffentlich}_j \times \text{Sprache}_{ij} + \mu_{1j}\text{Sprache}_{ij} \quad (17)$$

Um das Beispiel auf die vorliegende Analyse übertragen zu können, muss die Variable „Sprache“, welche sich auf der ersten Ebene befindet, durch die Variablen der Vignettenebene bzw. des ökonomischen Vertrauens, d. h. Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität, ersetzt werden. Für die Personenebene ist analog hierzu die Variable „Öffentlich“ mit der Variable „Vertrauensneigung“ zu tauschen. Für die Vignette  $i$  von Person  $j$  kann dann die Wahrscheinlichkeit geschätzt werden, mit der eine bestimmte Kategorie der abhängigen Variable „Urteil Aktie“ erreicht wird.<sup>715</sup>

### 6.3.3.2 Analyse des ökonomischen Vertrauens als Ausgangspunkt

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, den Einfluss von Vertrauen auf die Aktienkaufbereitschaft eines professionellen Investors zu untersuchen. Das Vertrauen des Investors setzt sich hierbei

<sup>714</sup> Da für die Berechnungen das Statistikprogramm Stata verwendet wird, ist der Wert für  $\gamma_{00}$  gleich Null.

<sup>715</sup> Vgl. LIU, X. (2016b), S. 406 f.

aus dem situativen bzw. ökonomischen Vertrauen sowie dem soziologischen Vertrauen zusammen. Bevor der Einfluss der beschriebenen Komponenten auf die Transaktionsbereitschaft getestet werden kann, sind jedoch zunächst die Wirkzusammenhänge für das ökonomische Vertrauen separat zu analysieren. Grund hierfür ist, dass die Variablen des ökonomischen Vertrauens direkter Bestandteil der einzelnen Vignetten sind. Die Vignetten fungieren jedoch wiederum als Level der Analyse. Um die Vignetten entsprechend in die statistische Modellierung einbeziehen zu können, müssen die Variablen „Fähigkeit“, „Glaubwürdigkeit“, „Wohlwollen“ und „Integrität“ somit als unabhängige Variablen aus der Mehrebenenanalyse entfernt werden.<sup>716</sup>

Ausgangspunkt der eigentlichen statistischen Modellierung der vorliegenden Arbeit ist also ein Modell zur Analyse des ökonomischen Vertrauens. Dieses Modell wird als Einebenenmodell bezeichnet, da es nur fixe Regressionsbestandteile enthält. Die gewählte Vorgehensweise im Hinblick auf das Vorschalten eines Einebenenmodells ist dabei im Zusammenhang mit Mehrebenenmodellen nicht unüblich. Anhand des Einebenenmodells sollen zunächst die vier Brückenhypothesen (H1 bis H4) überprüft werden. Die Bezeichnung „Brückenhypothesen“ rührt daher, dass die in Abschnitt 3.2.2.2 beschriebene Makroebene mit der Mikroebene verbunden wird, d. h. die strukturellen und institutionellen Bedingungen auf der System- bzw. Unternehmensebene treffen auf die Einstellungen des Investors und beeinflussen so dessen Handeln. Die ebenfalls mit Hilfe einer ordinalen logistischen Regression berechneten Ergebnisse für das Einebenenmodell zeigt die nachstehende Tabelle.<sup>717</sup>

---

<sup>716</sup> Ausführlich zu den einzelnen Faktoren des ökonomischen Vertrauens vgl. Abschnitt 4.2.1. In der Vertrauensliteratur werden die Determinanten u. a. von GANESAN, S./HESS, R. (1997); DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D./MAYER, R. C./TAN, H. H. (2000); WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011); MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995); GANESAN, S. (1994) verwendet.

<sup>717</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 255.

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Fähigkeit	3,72	0,85	5,79	0,000	2,39	5,81
Glaubwürdigkeit	6,77	1,60	8,10	0,000	4,26	10,75
Wohllollen	1,87	0,41	2,83	0,005	1,21	2,89
Integrität	7,34	1,74	8,40	0,000	4,61	11,69

$$\text{Chi}^2 = 171,340, p < 0,001 / \text{Pseudo-R}^2 = 0,213 / \text{Brant-Test} = 5,67, p > 0,225$$

**Tabelle 21: Einebenenmodell für das ökonomische Vertrauen.**

Insgesamt wird deutlich, dass sich die OR-Werte für das Einebenenmodell nur geringfügig von den OR-Werten des Basismodells I unterscheiden. Mit einer OR von 7,34 ( $p < 0,001$ ) hat wiederum der Faktor „Integrität“ den stärksten Effekt auf die situative Vertrauens Erwartung bzw. das ökonomische Vertrauen des professionellen Investors. Ein ebenfalls großer Einfluss geht von der Variable „Glaubwürdigkeit“ aus. Die Wahrscheinlichkeit für eine Schätzung in die höchste Kategorie („eher ja“) der abhängigen Variable „Urteil Vertrauen“ ist hierbei um das 6,77-fache ( $p < 0,001$ ) höher als für die beiden übrigen Kategorien zusammen. Für die Variable „Fähigkeit“ weist die Tabelle noch eine OR von 3,72 ( $p < 0,001$ ) aus. Der schwächste Effekt zeigt sich erneut für die Variable „Wohllollen“ ( $\text{OR} = 1,87, p < 0,01$ ). Da sich alle Faktoren als statistisch signifikant erweisen und sich jeweils auch eine bestimmte Effektstärke zeigt, können die Brückenhypothesen H1 bis H4 bestätigt werden.<sup>718</sup>

Würde sich die vorliegende Analyse lediglich auf die ökonomische Vertrauens theorie konzentrieren, so müssten – nach der Überprüfung der genannten Brückenhypothesen – keine weiteren Analyseschritte durchgeführt werden. Aus Sicht des ökonomischen Vertrauensansatzes variiert nämlich die Wahrscheinlichkeit, dass ein Wirtschaftssubjekt einem anderen Wirtschaftssubjekt vertraut, wie beschrieben ausschließlich aufgrund von situativen Anreizen, d. h. in Abhängigkeit der vier verwendeten Vertrauensfaktoren. Somit müsste die Transaktionsbereitschaft einer Person nicht separat überprüft werden. Jedoch werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit auch personenspezifische Faktoren betrachtet, was weitere Analyseschritte notwendig macht. Hierfür spricht zudem auch der Umstand, dass die Befragten jeweils mehrere Urteile abgeben und

<sup>718</sup> Vgl. hierzu bspw. DÖRING, N./BORTZ, J. (2016).

deshalb davon auszugehen ist, dass die von einem Befragten abgegebenen Vignettenurteile zu einander homogener sind als die Vignettenurteile verschiedener Probanden. Ist dies der Fall, so würden auch personenspezifische Faktoren bei der Beurteilung einer Situation eine Rolle spielen.<sup>719</sup> Um diesen Gesichtspunkten und der kategorialen Datenstruktur entsprechend Rechnung zu tragen, kommt im weiteren Verlauf das in Abschnitt 6.3.3.1 beschriebene *Multilevel Mixed-Effects Ordered Logistic Regression Model* zum Einsatz.<sup>720</sup>

Ob sich kognitive Vertrauensmerkmale, d. h. „Fähigkeit“ und „Glaubwürdigkeit“, von emotionalen Vertrauensmerkmalen, also „Wohlwollen“ und „Integrität“, wie in Kapitel 4 angedeutet signifikant in ihren Eigenschaften unterscheiden lassen, ist nicht direkt anhand der Ergebnisse des Einebenenmodells zu erkennen. Hierfür ist ein zusätzlicher Test durchzuführen, der Test nach WALD auf Gleichheit der Regressionskoeffizienten. Durch dieses Verfahren ist es nämlich möglich, die einzelnen Koeffizienten auch nach der Schätzung eines Modells (ex-post) noch gegeneinander testen zu können. Die entsprechende Nullhypothese lautet wie folgt:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2$$

Anhand der gezeigten Nullhypothese wird überprüft, ob zwischen den unstandardisierten kognitiven und emotionalen Regressionskoeffizienten bzw. ORs ein signifikanter Unterschied besteht. Ist dies der Fall, wird die Nullhypothese entsprechend abgelehnt und die Alternativhypothese angenommen.<sup>721</sup>

Variable	Variable	Chi <sup>2</sup>	p
Fähigkeit	Glaubwürdigkeit	4,49	0,034
Wohlwollen	Integrität	20,60	0,000
Fähigkeit	Wohlwollen	4,72	0,030
Fähigkeit	Integrität	5,83	0,016
Glaubwürdigkeit	Wohlwollen	27,46	0,000
Glaubwürdigkeit	Integrität	9,66	0,002

**Tabelle 22: Vergleich der kognitiven und emotionalen Vertrauensmerkmale.**

<sup>719</sup> Vgl. FRINGS, C. (2010), S. 259.

<sup>720</sup> Vgl. LIU, X. (2016a), S. 274 f.; SNIJDERS, T. A. B./BOSKER, R. J. (2012), S. 310; HAMILTON, L. C. (2013), S. 387.

<sup>721</sup> Vgl. STROBL, C. (2015), S. 45 f.; LIU, X. (2016b), S. 104 f.; AICHHOLZER, J. (2017), S. 121 f.; EID, M./SCHMIDT, K. (2014), S. 187 f.; GOULD, W./PITBLADO, J./SRIBNEY, W. (2006), S. 9 f.

Wie die vorstehende Tabelle zeigt, lässt sich zunächst feststellen, dass sowohl innerhalb der kognitiven Vertrauensmerkmale ( $p < 0,05$ ) als auch innerhalb der emotionalen Vertrauensmerkmale ( $p < 0,001$ ) ein signifikanter Unterschied im Hinblick auf die ORs vorhanden ist. Die Nullhypothese ist daher jeweils abzulehnen. Dieses Ergebnis zeigt sich weiterhin auch für den direkten Vergleich der kognitiven ( $p < 0,05$ ) und emotionalen Vertrauensfaktoren ( $p < 0,001$  bzw.  $p < 0,05$ ). Somit haben die beiden kognitiven Elemente „Fähigkeit“ und „Glaubwürdigkeit“ signifikant höhere ORs als die beiden emotionalen Elemente „Wohlwollen“ und „Integrität“. Das bedeutet letztlich, dass die situativen Vertrauenserwartungen der Befragten von den kognitiven Vertrauensfaktoren mehr beeinflusst werden als von den emotionalen Vertrauensfaktoren. Die Hypothese H5 ist deshalb anzunehmen.

### 6.3.3.3 Random Intercept-Modelle

Der erste Schritt einer Mehrebenenanalyse umfasst üblicherweise die Modellierung eines sog. unconditionierten Modells bzw. eines Nullmodells. Die Besonderheit des Nullmodells besteht darin, dass es noch keine unabhängigen Variablen enthält, weder auf der Vignettenebene noch auf der Befragtenebene. Hierdurch besitzt das Modell an sich noch keine Erklärungskraft. Allerdings ist es mit Hilfe eines Nullmodells, welches oftmals auch als Leeres Modell bzw. *Empty Model* oder Random Intercept Only-Modell bezeichnet wird, möglich, die über alle Befragten und Vignettensituationen hinweg vorhandene Gesamtvarianz der abhängigen Variable („Urteil Aktie“) auf die Analyseebenen zu verteilen. So lässt sich auf Basis des Nullmodells für den vorliegenden Fall ermitteln, inwiefern die Bildung der Vertrauenserwartung durch Unterschiede zwischen den einzelnen Befragten bzw. durch Unterschiede, die auf die systematische Variation der Vignettensituationen zurückzuführen sind, beeinflusst wird. Die Unterschiede zwischen den Befragten werden hierbei als Intergruppenvarianz und die Unterschiede zwischen den Vignettensituationen als Intragruppenvarianz bezeichnet.<sup>722</sup> Gemäß der hier vertretenen Theorie sollte sich also zeigen, dass nicht nur situative Vignettenanreize, sondern auch personenspezifische Faktoren die Vertrauenserwartung eines Investors prägen. Dementsprechend lässt sich das Nullmodell wie folgt formalisieren:

---

<sup>722</sup> Vgl. LANGER, W. (2009), S. 107 f.; LIU, X. (2016b), S. 411; FRINGS, C. (2010), S. 260 f.; SNIJDERS, T. A. B./BOSKER, R. J. (2012), S. 49 f.

$$\text{Ebene 1: } \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] = \ln \left( \frac{\pi(Y_{ij} > k)}{\pi(Y_{ij} \leq k)} \right) = -\alpha_k + \beta_{0j} \quad (18)$$

$$\text{Ebene 2: } \beta_{0j} = \gamma_{00} + \mu_{0j} \quad (19)$$

Die erste Ebene gibt hierbei an, mit welcher kumulierten Wahrscheinlichkeit der beobachtete Wert für die Vignette  $i$  des Befragten  $j$  eine bestimmte Kategorie  $k$  der abhängigen Variable erreicht. Auf der zweiten Ebene stellt  $\gamma_{00}$  bzw. der Intercept die Gesamtchance dar, mit der über alle Untersuchungseinheiten bzw. Befragten hinweg eine bestimmte Kategorie  $k$  der abhängigen Variable erreicht wird. Der Fehlerterm  $\mu_{0j}$  steht in diesem Zusammenhang schließlich für die Abweichung der Person  $j$  von der Gesamtchance. Da  $\gamma_{00}$  jedoch gleich Null ist, werden die *Cutpoints*  $\alpha_k$  berechnet. In Kombination können die beiden Ebenen folgendermaßen dargestellt werden.<sup>723</sup>

$$\eta_{ij} = \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] = -\alpha_k + \mu_{0j} \quad (20)$$

Die Ergebnisse für das berechnete Nullmodell zeigt die nachstehende Tabelle.

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Fixed Effects						
Cutpoint 1	0,69	0,32	-0,80	0,421	0,28	1,71
Cutpoint 2	0,66	0,47	1,42	0,155	-0,25	1,58
Random Effects						
Var(Konstante)	3,21	1,37			1,39	7,43

**Tabelle 23: Modell 1 – Nullmodell.**

Anhand der Tabelle ist erkennbar, dass das Nullmodell, wie auch alle weiteren Modelle, über zwei *Cutpoints* verfügt. Diese *Cutpoints* werden verwendet, um die jeweiligen Ergebnisse für die abhängige Variable („Urteil Aktie“) entsprechend klassifizieren zu können. Wurde also bspw. für einen Probanden ein Wert „erzielt“, der unter *Cutpoint 1* liegt, so ist für ihn die Wahrscheinlichkeit am größten, in die erste bzw. kleinste Kategorie der abhängigen Variable geschätzt zu werden. Liegt das Ergebnis hingegen zwischen *Cutpoint 1* und *Cutpoint 2* ist die

<sup>723</sup> Vgl. LIU, X. (2016b), S. 411.

Wahrscheinlichkeit für eine Zuordnung zur zweiten Kategorie am höchsten. Für die dritte Kategorie ist die Wahrscheinlichkeit schließlich am höchsten, wenn das Ergebnis über *Cutpoint 2* liegt. Formal lässt sich dieser Sachverhalt wie folgt beschreiben:

$$y = \begin{cases} 0, & \text{wenn } y^* \leq \alpha_1 \\ 1, & \text{wenn } \alpha_1 < y^* \leq \alpha_2 \\ 2, & \text{wenn } \alpha_2 < y^* \leq \infty \end{cases} \quad (21)$$

Einem Nullmodell entsprechend enthält die obige Tabelle, wie beschrieben, keine unabhängigen Variablen, sondern nur die Intergruppenvarianz, d. h. die Abweichung, die auf personenspezifische Unterschiede zurückzuführen ist. Im vorliegenden Fall beträgt die Random Intercept-Varianz  $\tau_{00}$  3,21, wobei es sich um einen signifikanten Wert handelt. Dies bestätigt der Vergleich des unconditionierten Modells mit einem einfachen ordinalen logistischen Regressionsmodell, welches keine Ebenen berücksichtigt.<sup>724</sup>

Aus dieser Feststellung ergibt sich nun die Frage, wie hoch der Anteil an der Gesamtvarianz konkret ist, der durch personenspezifische Unterschiede hervorgerufen wird. Zur näheren Analyse dieses Zusammenhangs kann im Rahmen von Mehrebenenanalysen ein sog. Intraklassenkoeffizient bzw. *Intraclass Correlation Coefficient* (ICC) berechnet werden. Mit dem Wert der Residualvarianz (Ebene 1) der Logit-Funktion von  $\pi^2 / 3 = 3,29$  lässt sich der ICC anhand folgender Formel berechnen:

$$ICC = \frac{\tau_{00}}{\tau_{00} + 3,29} \quad (22)$$

Für das Nullmodell ergibt sich ein ICC-Wert von 0,49. Das bedeutet, dass 49 % der Gesamtvarianz bei der Bildung der Vertrauens Erwartung auf personenspezifische Unterschiede, also die Makroebene, zurückzuführen sind. Folglich hält die Mikroebene einen Anteil von 51 % an der Gesamtvarianz, d. h. bestenfalls können 51 % der Gesamtvarianz durch die systematische Variation der Vignetten erklärt werden. Die Bildung der Vertrauens Erwartung wird somit nicht nur durch das ökonomische Vertrauen beeinflusst, sondern auch durch persönliche Faktoren der Befragten. Die Modellierung eines Mehrebenenmodells ist deshalb sinnvoll.<sup>725</sup>

<sup>724</sup> Das verwendete Statistikprogramm Stata gibt für diesen Test einen sog. Chibar2(01)-Wert aus. Im vorliegenden Fall beträgt dieser 155,32 ( $p < 0,001$ ). Vgl. LIU, X./KOIRALA, H. (2012), S. 243 f.; LIU, X. (2009), S. 633; LIU, X. (2016b), S. 414.

<sup>725</sup> Vgl. HOSMER, D. W./LEMESHOW, S./STURDIVANT, R. X. (2013), S. 327; SOMMET, N./MORSELLI, D. (2017), S. 212; FRINGS, C. (2010), S. 264 f.; LIU, X. (2016b), S. 414; RAUDENBUSH, S. W./BRYK, A. S. (2002), S. 36.

#### 6.3.3.4 Random Intercept-Random Coefficient-Modelle

Nachdem mit der Berechnung des ICC geklärt wurde, wie sich die Varianz grundsätzlich auf die verschiedenen Ebene verteilt, ist in diesem Teil der Analyse zu untersuchen, was passiert, wenn die Ebenen mit „Leben“ gefüllt werden. So werden dem Modell sukzessive mehr Variablen hinzugefügt, um den konkreten Einfluss des ökonomischen und soziologischen Vertrauens sowie von personenspezifischen Faktoren auf die Transaktionsbereitschaft analysieren zu können.

In diesem Zusammenhang wird zunächst ein Modell aufgestellt, welches lediglich das ökonomische Vertrauen als Variable enthält (Modell 2). Hierdurch sollte sich der Varianzanteil ermitteln lassen, der auf das ökonomische Vertrauen und damit letztlich auf die vier Rational Choice- bzw. Vertrauensmerkmale entfällt. Darauf aufbauend erlaubt es Modell 3, dass sowohl der *Random Intercept* als auch die Steigung der Variable „Urteil Vertrauen“ zwischen den Befragten auf der zweiten Ebene mit den Fehlertermen  $\mu_{0j}$  und  $\mu_{1j}$  variieren. Den Abschluss der Mehrebenenanalyse bildet Modell 4, welches nicht nur das ökonomische Vertrauen, sondern auch das soziologische Vertrauen sowie weitere personenspezifische Faktoren beinhaltet. Auf diese Weise wird analysiert, ob sich der Zusammenhang zwischen den Variablen der Mikroebene, d. h. der Zusammenhang zwischen dem ökonomischen Vertrauen und der Transaktionsbereitschaft, in Abhängigkeit der Variablen der Makroebene verändert. Trägt das Modell nach der Hinzunahme der Ebene 2-Variablen schließlich zu einer besseren Varianzaufklärung bei, so kann der vermutete Einfluss von personenspezifischen Faktoren auf das ökonomische Vertrauen bestätigt werden. Zudem betrachtet Modell 4 möglicherweise vorhandene Interaktionseffekte auf der Befragtenebene, um ein deutlicheres Bild der Wirkzusammenhänge auf der genannten Ebene gewinnen zu können.

Wie beschrieben, enthält Modell 2 nur eine unabhängige Variable, nämlich die Variable „Urteil Vertrauen“, also das ökonomische Vertrauen. Das Modell wird als Random Intercept-Modell bezeichnet, da es der Regressionskonstanten ermöglicht wird, zwischen den Befragten zu variieren, wobei sich die Steigung der Variable „Urteil Vertrauen“ nicht verändert. Das entsprechende Modell kann wie folgt dargestellt werden:

$$\begin{aligned}
 \text{Ebene 1: } \quad \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] &= \ln \left( \frac{\pi(Y_{ij} > k)}{\pi(Y_{ij} \leq k)} \right) = \\
 & -\alpha_k + (\beta_{0j} + \beta_{1j} \text{Urteil Vertrauen}_{ij})
 \end{aligned} \tag{23}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Ebene 2: } \quad \beta_{0j} &= \gamma_{00} + \mu_{0j} \\
 \beta_{1j} &= \gamma_{10}
 \end{aligned} \tag{24}$$

Durch Einsetzen der beiden Gleichungen von Ebene 2 in die Gleichung der Ebene 1, erhält das kombinierte Modell die nachstehende Form.

$$\eta_{ij} = \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] = (-\alpha_k + \mu_{0j}) + (\gamma_{10} \text{Urteil Vertrauen}_{ij}) \tag{25}$$

Wie die folgende Ergebnistabelle für das Random Intercept-Modell zeigt, beträgt die OR für die Variable „Urteil Vertrauen“ 4,22 ( $p < 0,001$ ). Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Zuordnung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable „Urteil Aktie“ im Vergleich zu den beiden anderen Kategorien „eher nicht“ und „neutral“ um das 4,22-fache höher ist. Um das Nullmodell mit dem Random Intercept-Modell vergleichen zu können, kommt ein LR-Test zum Einsatz. Fällt dieser Test signifikant aus, so ist das Random Intercept-Modell dem Nullmodell vorzuziehen, da es sich besser an die vorliegende Datenstruktur anpasst. Genauer gesagt überprüft der Test die Nullhypothese, dass die Varianz des *Random Intercepts* Null ist. Da sich für den Test ein Wert von 86,44 ( $p < 0,001$ ) ergibt, ist die Nullhypothese abzulehnen und die Alternativhypothese entsprechend anzunehmen. Somit lässt sich feststellen, dass die situative Vertrauenserwartung grundsätzlich statistisch signifikant zwischen den Personen variiert.<sup>726</sup>

<sup>726</sup> Vgl. KOHLER, U./KREUTER, F. (2017), S. 387 f.; RUDOLF, M./MÜLLER, J. (2004), S. 182; LIU, X. (2016b), S. 417. Zum LR-Test vgl. auch Abschnitt 6.3.2.1.

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Fixed Effects						
Urteil Vertrauen	4,22	0,69	8,80	0,000	3,06	5,81
Cutpoint 1	-0,49	0,33	-1,49	0,135	-1,14	0,15
Cutpoint 2	0,78	0,33	2,36	0,018	0,13	1,43
Random Effects						
Var(Konstante)	1,39	0,67			0,54	3,58
$\text{Chi}^2 = 77,49, p < 0,001$						

**Tabelle 24: Modell 2 – Random Intercept-Modell.**

Das nächste Modell wird als Random Coefficient-Modell bezeichnet. Anhand dieses Modells werden nunmehr nicht nur personenspezifische Abweichungen von der mittleren Regressionskonstanten, sondern auch personenspezifische Abweichungen von den mittleren Regressionskoeffizienten gemessen. Dies geschieht dadurch, dass sowohl der *Intercept* als auch der *Slope* der ersten Ebene zufällig zwischen den Untersuchungseinheiten der zweiten Ebene variieren. Auf diese Weise können für alle Untersuchungseinheiten die Varianzen der *Intercepts* und der Koeffizienten bzw. *Slopes* ermittelt werden. Zunächst enthält das Random Coefficient-Modell allerdings noch keine (zusätzlichen) unabhängigen Variablen der Befragtenebene, mit denen eine mögliche Variation der Stärke des Effekts des ökonomischen Vertrauens auf die einzelnen Befragten erklärt werden könnte. Die Varianz wird dabei als unstrukturiert angenommen, was bedeutet, dass die Varianz der Beobachtungen einer Person nicht konstant ist.

Bei einem derartigen Modell wird oftmals auch die Kovarianzstruktur der Daten analysiert, d. h. es werden „häufig auch die Kovarianzen der Abweichungen von der allgemeinen Regressionskonstante und den Regressionskoeffizienten sowie die Kovarianzen der Abweichungen zwischen den einzelnen Regressionskoeffizienten“<sup>727</sup> ermittelt. Im Rahmen der vorliegenden Analyse werden die Kovarianzwerte jedoch nur nachrichtlich angegeben. Grund hierfür ist die Annahme, dass das gruppen- bzw. personenspezifische Niveau der abhängigen Variable keinen

<sup>727</sup> FRINGS, C. (2010), S. 279.

zusätzlichen Einfluss auf den personenspezifischen Steigungskoeffizienten der jeweiligen unabhängigen Variable ausübt. Zudem sind die gezeigten Kovarianzwerte nicht signifikant, was eine weiterführende Analyse als nicht zwingend erforderlich erscheinen lässt.<sup>728</sup> Die Gleichungen für das Random Coefficient-Modell haben folgende Form:

$$\begin{aligned} \text{Ebene 1:} \quad \text{logit}[\pi_{kij}(Y_{ij} > k)] &= \ln\left(\frac{\pi(Y_{ij} > k)}{\pi(Y_{ij} \leq k)}\right) = \\ &-\alpha_k + (\beta_{0j} + \beta_{1j}\text{Urteil Vertrauen}_{ij}) \end{aligned} \quad (26)$$

$$\begin{aligned} \text{Ebene 2:} \quad \beta_{0j} &= \gamma_{00} + \mu_{0j} \\ \beta_{1j} &= \gamma_{10} + \mu_{1j} \end{aligned} \quad (27)$$

Da  $\gamma_{00}$  bekanntermaßen gleich Null ist, kann das kombinierte Modell wie folgt dargestellt werden:

$$\eta_{ij} = \text{logit}[\pi_{kij}(Y_{ij} > k)] = (-\alpha_k + \mu_{0j}) + (\gamma_{10}\text{Urteil Vertrauen}_{ij} + \mu_{1j}\text{Urteil Vertrauen}_{ij}) \quad (28)$$

Die folgende Tabelle zeigt zunächst die OR-Werte für die unabhängige Variable „Urteil Vertrauen“ sowie die dazugehörigen *Cutpoints*. Die Interpretation der Werte erfolgt analog zur Interpretation der Werte in Modell 2. So ist die Wahrscheinlichkeit in die Kategorie „eher ja“ der abhängigen Variable geschätzt zu werden um das 5,22-fache höher. Das Ergebnis des Random Intercept-Modells wird daher bestätigt: Wer einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt, ist auch eher dazu geneigt, die Aktie des Unternehmens zu kaufen.

Die Varianz des *Intercepts*  $\tau_{00}$  beträgt 3,91 und die Slope-Varianz der unabhängigen Variable „Urteil Vertrauen“, also die Varianz, welche auf den zufällig zwischen den Befragten auf Ebene 2 variierenden Regressionskoeffizienten zurückzuführen ist, wird mit 0,41 angegeben. Ob die Modellierung eines Random Coefficient-Modells tatsächlich auch sinnvoll ist und die vorliegende Datenstruktur besser abgebildet wird, soll abermals mittels eines LR-Tests überprüft werden. Der Test ergibt einen Wert von 4,51 ( $p > 0,10$ ) ergibt und fällt nicht signifikant aus. Es ist also anzunehmen, dass der Residualterm  $\mu_{1j}$  die Güte des Modells nicht verbessert. Die Mehrebenenanalyse müsste somit nicht fortgeführt werden. Jedoch folgt aus dem Ergebnis des LR-Tests nicht zwingend, dass der Effekt der Ebene 1-Variable „Urteil Vertrauen“ nicht doch zwischen den Untersuchungseinheiten der Ebene 2 variiert. Diesen Umstand beschreiben bspw.

<sup>728</sup> Vgl. SNIJDERS, T. A. B./BOSKER, R. J. (2012), S. 74 f.; LIU, X. (2016b), S. 417 f.; FRINGS, C. (2010), S. 279 f.

SOMMET/MORSELLI wie folgt: „Absence of evidence of variation is not evidence of absence of variation.“<sup>729</sup> So sollte nach Auffassung verschiedener Autoren in jedem Falle eine mögliche Interaktion zwischen den Ebenen bzw. Variablen untersucht werden, wenn eine hierarchische Datenstruktur vorliegt.<sup>730</sup>

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Fixed Effects						
Urteil Vertrauen	5,22	1,46	5,92	0,000	3,02	9,03
Cutpoint 1	-0,52	0,31	-1,69	0,091	-1,13	0,08
Cutpoint 2	0,78	0,31	2,52	0,012	0,17	1,39
Random Effects						
Var(Konstante)	3,91	2,29			1,24	12,35
VarSlope(Urteil Vertr.)	0,41	0,39			0,07	2,57
Cov(Intercept, Urteil Vertr.)	-1,14	0,92	-1,24	0,215	-2,94	0,66
Chi <sup>2</sup> = 35,03, p < 0,001						

**Tabelle 25: Modell 3 – Random Coefficient-Modell.**

Abgerundet wird die Mehrebenenanalyse von einem sog. *Contextual Random Coefficient Model*. Das Modell wird als „*Contextual*“ bezeichnet, da es neben der Variable „Urteil Vertrauen“ auch die Variablen der zweiten Ebene sowie alle Moderator- bzw. Interaktionseffekte enthält. Um den moderierenden Effekt der Ebene 2-Variablen auf die Beziehung zwischen ökonomischem Vertrauen und Transaktionsbereitschaft analysieren zu können, werden diese Variablen jeweils mit der Variable „Urteil Vertrauen“ multiplikativ verknüpft. Zeigen sich für die Interaktionsterme signifikante Werte, gelten die vermuteten Moderatoreffekte als bestätigt. Weiterhin soll eine mögliche Interaktion zwischen den Variablen „Vertrauensneigung“ und „Berufserfahrung“ sowie „Vertrauensneigung“ und „Asset-Klasse“ getestet werden. Auch diese Interakti-

<sup>729</sup> SOMMET, N./MORSELLI, D. (2017), S. 213.

<sup>730</sup> Vgl. hierzu bspw. GELMAN, A./HILL, J. (2007), S. 525 f.; SOMMET, N./MORSELLI, D. (2017), S. 213; NEZLEK, J. B. (2008), S. 853.

onsterme ergeben sich aus einer multiplikativen Verknüpfung, wobei signifikante Koeffizientenwerte gleichermaßen die vermuteten Wirkzusammenhänge bestätigen. Die nachstehenden Gleichungen formalisieren Modell 4:

$$\begin{aligned} \text{Ebene 1:} \quad \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] &= \ln \left( \frac{\pi(Y_{ij} > k)}{\pi(Y_{ij} \leq k)} \right) = -\alpha_k + \\ &(\beta_{0j} + \beta_{1j} \text{Urteil Vertrauen}_{ij}) \end{aligned} \quad (29)$$

$$\begin{aligned} \text{Ebene 2:} \quad \beta_{0j} &= \gamma_{00} + \gamma_{01} \text{Vertrauensneigung}_j + \\ &\gamma_{02} \text{Berufserfahrung}_j + \gamma_{03} \text{Asset} - \text{Klasse}_j + \mu_{0j} \\ \beta_{1j} &= \gamma_{10} + \gamma_{11} \text{Vertrauensneigung}_j + \\ &\gamma_{12} \text{Berufserfahrung}_j + \gamma_{13} \text{Asset} - \text{Klasse}_j + \mu_{1j} \end{aligned} \quad (30)$$

Der kombinierte Ausdruck mit den Interaktionstermen lässt sich wiederum folgendermaßen darstellen:

$$\begin{aligned} \eta_{ij} = \text{logit}[\pi_{kij} (Y_{ij} > k)] &= (-\alpha_k + \mu_{0j}) + \\ &(\gamma_{10} \text{Urteil Vertrauen}_{ij} + \gamma_{01} \text{Vertrauensneigung}_j + \\ &\gamma_{02} \text{Berufserfahrung}_j + \gamma_{03} \text{Asset} - \text{Klasse}_j + \\ &\gamma_{11} \text{Vertrauensneigung}_j \times \text{Urteil Vertrauen}_{ij} + \\ &\gamma_{12} \text{Berufserfahrung}_j \times \text{Urteil Vertrauen}_{ij} + \\ &\gamma_{13} \text{Asset} - \text{Klasse}_j \times \text{Urteil Vertrauen}_{ij} + \\ &\gamma_{11} \text{Vertrauensneigung}_j \times \gamma_{12} \text{Berufserfahrung}_j + \\ &\gamma_{11} \text{Vertrauensneigung}_j \times \gamma_{13} \text{Asset} - \text{Klasse}_j + \\ &\mu_{1j} \text{Urteil Vertrauen}_{ij}) \end{aligned} \quad (31)$$

Der Anteil der *Fixed Effects* wird durch die Variablen „Urteil Vertrauen“, „Vertrauensneigung“, „Berufserfahrung“, „Asset-Klasse“ sowie alle Interaktionsterme repräsentiert. Zum Random-Anteil des vierten Modells gehört der *Slope* der Variable „Urteil Vertrauen“, welcher nach wie vor zwischen den Analyseeinheiten der zweiten Ebene zufällig variiert. Die gleiche

Möglichkeit sieht das Modell wiederum auch für den *Intercept* (die Regressionskonstante der Ebene 1) vor.<sup>731</sup> Die Ergebnisse für das Modell fasst die nachstehende Tabelle zusammen.

Variable	OR	SE	z	p	95 % Konfidenzintervall	
					unteres	oberes
Fixed Effects						
Urteil Vertrauen	5,25	1,95	4,47	0,000	2,54	10,86
Vertrauensneigung	1,57	0,37	1,92	0,054	0,99	2,50
Berufserfahrung	0,98	0,01	-1,89	0,059	0,95	1,00
Asset-Klasse	0,99	0,22	-0,05	0,962	0,64	1,52
Urteil Vertrauen x Vertrauensneigung	1,06	0,14	0,41	0,685	0,81	1,38
Urteil Vertrauen x Berufserfahrung	1,00	0,02	-0,06	0,960	0,97	1,03
Urteil Vertrauen x Asset-Klasse	1,72	0,44	2,10	0,035	1,04	2,85
Vertrauensneigung x Berufserfahrung	0,97	0,01	-2,40	0,016	0,95	1,00
Vertrauensneigung x Asset-Klasse	1,43	0,28	1,84	0,070	0,98	2,10
Cutpoint 1	-1,03	0,42	-2,47	0,013	-1,84	-0,21
Cutpoint 2	0,33	0,41	0,80	0,427	-0,48	1,12
Random Effects						
Var(Konstante)	3,35	2,04			1,02	11,06
VarSlope(Urteil Vertr.)	0,22	0,28			0,02	2,72
Cov(Intercept, Urteil Vertr.)	-0,71	0,72	-0,99	0,322	-2,12	0,70
Chi <sup>2</sup> = 51,74, p < 0,001						

**Tabelle 26: Modell 4 – Contextual Random Coefficient-Modell.**

Letztmalig ist zunächst zu diskutieren, ob sich die Datenstruktur durch die Hinzunahme der personenspezifischen Variablen und der Moderatoreffekte besser abbilden lässt bzw. ob sich

<sup>731</sup> Vgl. LIU, X. (2016b), S. 425.

die Erklärungskraft von Modell 4 im Vergleich zu Modell 3 erhöht. Hierzu ist erneut die Intergruppenvarianz  $\tau_{00}$  zu analysieren. Die Intergruppenvarianz verringert sich von 3,91 (Modell 3) auf 3,35 (Modell 4). Der Wert für die Intergruppenvarianz von 3,35 steht grundsätzlich für die verbleibende Varianz der Residuen auf der Ebene der Befragten, wenn die personenspezifischen Variablen „Vertrauensneigung“, „Berufserfahrung“ und „Asset-Klasse“ sowie deren Interaktionseffekte mit dem ökonomischen Vertrauen in das Modell aufgenommen werden, also auf diese Weise kontrolliert werden. Aus der beschriebenen Verringerung folgt nun, dass die personenspezifischen Variablen der Makroebene etwa 14 % der interpersonellen Varianz des situationsspezifischen bzw. des ökonomischen Vertrauens erklären (Hypothese H6).<sup>732</sup>

Dieses Ergebnis mag im ersten Moment als bedingt bedeutungsvoll erscheinen. Hierbei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass Einstellungsitems nur schwer messbar sind, was empirische Ergebnisse entsprechender Studien belegen. So liegt der Erklärungsbeitrag personenspezifischer Merkmale teilweise sogar deutlich unter dem im Rahmen der vorliegenden Analyse ermittelten Niveau.<sup>733</sup> Zudem ist das erzielte Ergebnis auch vor dem Hintergrund des Befragtenkreises zu bewerten, denn professionelle Anleger sollten grundsätzlich dazu in der Lage sein, einstellungsbezogene Faktoren im Zuge von Investitionsentscheidungen weitestgehend ausblenden zu können. Dass trotz der genannten Umstände eine Varianzaufklärung von insgesamt 14 % für einstellungsbasierte Items nachgewiesen werden konnte, spricht grundsätzlich für die Konstruktion der vorliegenden Analyse. Zudem spricht der durchgeführte LR-Test für die Analyse.<sup>734</sup> Dieser weist einen Wert von 16,26 ( $p < 0,05$ ) aus, was zusätzlich bestätigt, dass Modell 4 die Datenstruktur signifikant besser abbildet als Modell 3.

Bevor auf den vermuteten moderierenden Effekt, der von den beiden Ebenen (Mikro- und Makroebene) auf die Transaktionsbereitschaft des Investors möglicherweise ausgeht, anhand der oben dargestellten Ergebnisse eingegangen wird, stehen zunächst die Einzeleffekte der Variablen im Mittelpunkt des Interesses.<sup>735</sup> So zeigt sich für den Einzeleffekt der Mikroebene, also das ökonomische Vertrauen bzw. die situative Vertrauenserwartung, ein OR-Wert von 5,25 ( $p < 0,001$ ). Die Wahrscheinlichkeit der höchsten Kategorie der abhängigen Variable zugeordnet zu werden ist somit um das 5,25-fache höher als für die beiden übrigen Kategorien zusammen.

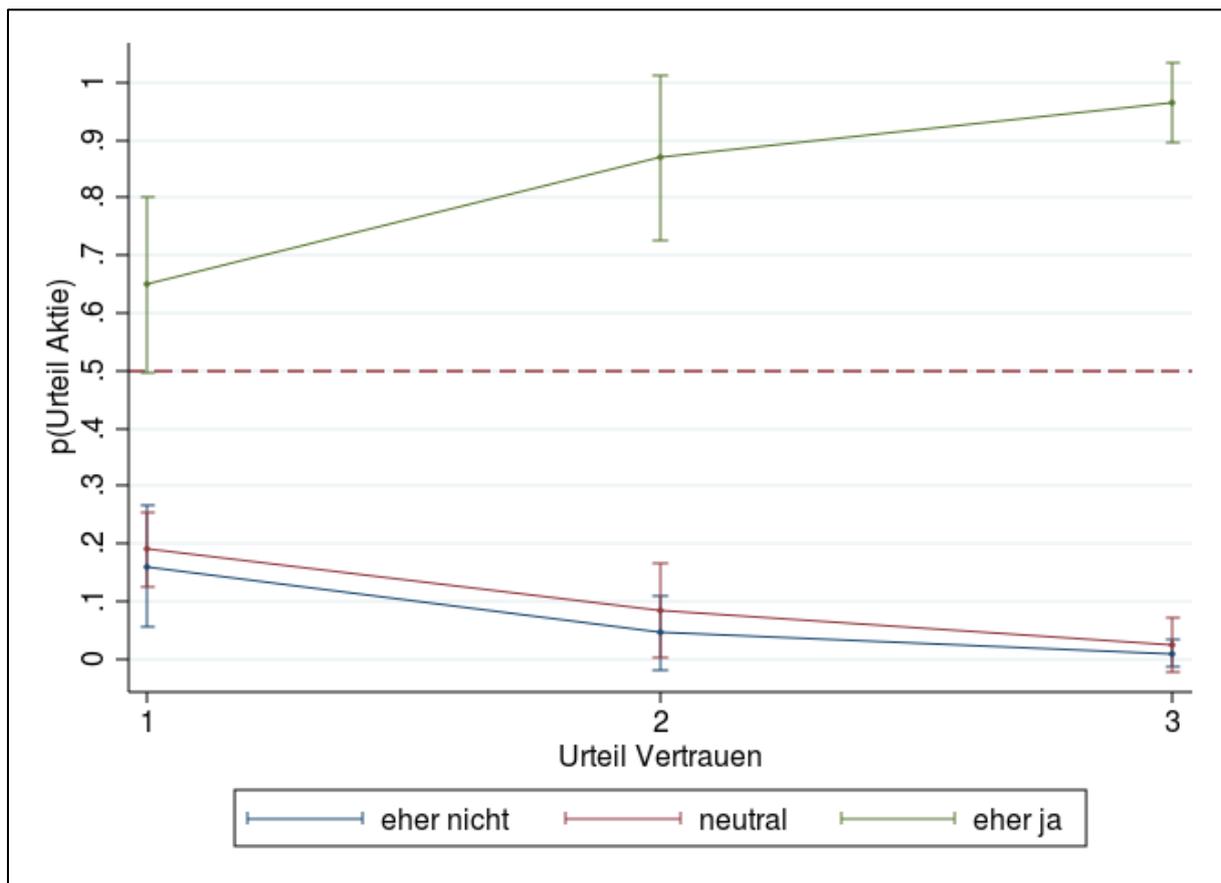
<sup>732</sup> Vgl. HOX, J. J. (2010), S. 138; LIU, X. (2016b), S. 424; SNIJDERS, T. A. B./BOSKER, R. J. (2012), S. 311; RAUDENBUSH, S. W./BRYK, A. S. (2002), S. 36.

<sup>733</sup> Vgl. hierzu bspw. DELHEY, J./NEWTON, K. (2004); CROSON, R./BUCHAN, N. (1999); FRINGS, C. (2010).

<sup>734</sup> Vgl. KOHLER, U./KREUTER, F. (2017), S. 387 f.

<sup>735</sup> Die Interpretation von moderierenden Effekten bzw. Interaktionseffekten im logistischen Mehrebenenmodell kann grundsätzlich anhand der Regeln für eine hierarchisch-lineare Regression erfolgen. Vgl. hierzu bspw. KOPP, J./LOIS, D. (2014), S. 183 f.

Da der Wert signifikant ist, lässt sich sagen, dass die professionellen Anleger im Rahmen ihrer Kaufentscheidung von situativen bzw. ökonomischen Vertrauensanreizen beeinflusst werden. Dementsprechend ist eine der zentralen Hypothesen der vorliegenden Analyse (Hypothese H7) zu bestätigen. Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht den Zusammenhang. Da sich die grüne Linie für die höchste Kategorie „eher ja“ über dem in Abschnitt 3.4 festgelegten Handlungsschwellenwert von  $p = 0,5$  befindet, wird auch grafisch ersichtlich, dass es sich tatsächlich um eine durch Vertrauen motivierte Entscheidung, d. h. eine *Trusting Choice*, handelt.<sup>736</sup>

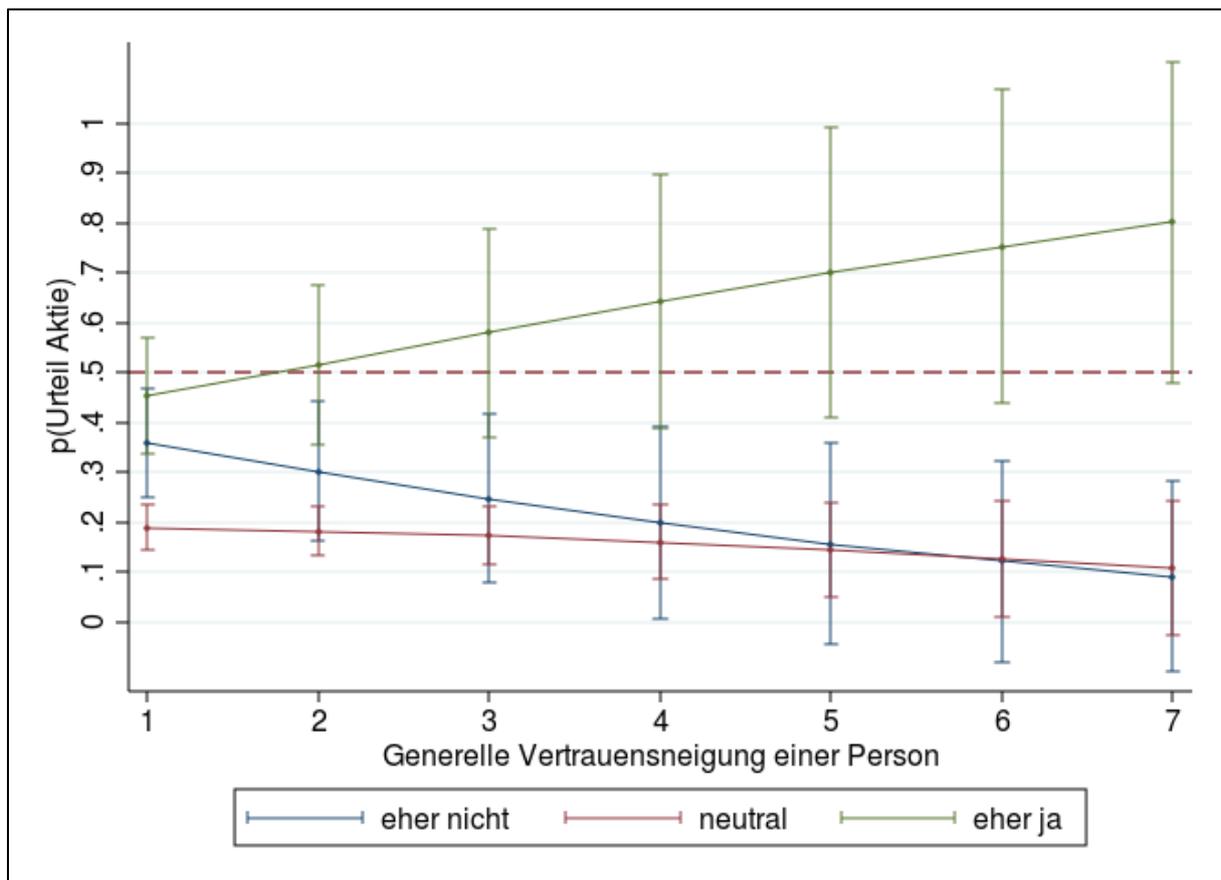


**Abbildung 19: Situative Vertrauenserwartung im Mehrebenenmodell.**

Für den ersten der drei Einzeleffekte der Makroebene, nämlich die generelle Vertrauensneigung einer Person, ergibt sich ein OR von 1,57 ( $p < 0,10$ ). Aufgrund der Signifikanz des OR-Werts kann auch für die generelle Vertrauensneigung gefolgert werden, dass sie den professionellen Investor bei seiner Investitionsentscheidung direkt beeinflusst, wenngleich der Effekt im Vergleich zum ökonomischen Vertrauen erwartungsgemäß deutlich geringer ausfällt. So steigt mit zunehmender Vertrauensneigung die Wahrscheinlichkeit, in die höchste Kategorie der abhän-

<sup>736</sup> Zur *Trusting Choice* vgl. auch Abschnitt 3.4.

gigen Variable geschätzt zu werden, um das 1,57-fache, was die folgende Abbildung widerspiegelt. Obwohl der Effekt relativ gering ist, lässt sich dennoch sagen, dass selbst die Kaufentscheidungen professioneller Investoren nicht ausschließlich nur auf völlig rationalen Gesichtspunkten beruhen. Vielmehr werden professionelle Anleger auch von nicht-rationalen Faktoren beeinflusst (Hypothese H8).<sup>737</sup>

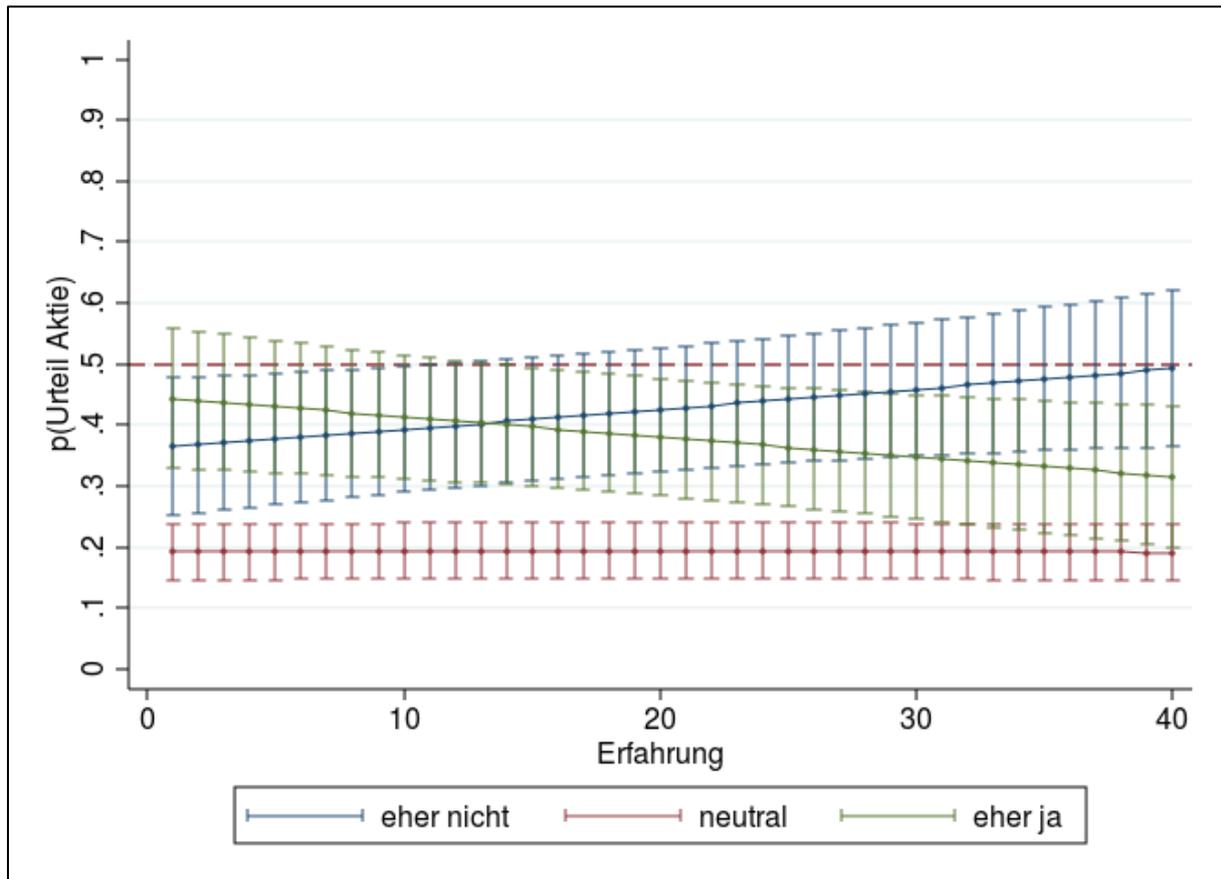


**Abbildung 20: Generelle Vertrauensneigung im Mehrebenenmodell.**

Im Gegensatz zu den bisher analysierten Einzeleffekten hat der Einzeleffekt „Berufserfahrung“ einen negativen Effekt auf die Transaktionsbereitschaft. So ergibt sich für die Variable „Berufserfahrung“ eine OR von 0,98 ( $p < 0,10$ ), was bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Zuordnung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable mit zunehmender Zeit abnimmt. Folglich wird die Hypothese H9 angenommen. Berufserfahrenere Investoren sind im Vergleich zu ihren jüngeren Kollegen also weniger bereit, die Aktie der NEAP AG zu kaufen. Das Ergebnis entspricht hierbei dem Forschungsstand, da sich ältere und damit auch erfahrenere Investoren grundsätzlich weniger häufig zum Kauf entscheiden. Aufgrund des höheren Grades an Fer-

<sup>737</sup> Vgl. hierzu bspw. GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008) und die dort genannte Literatur.

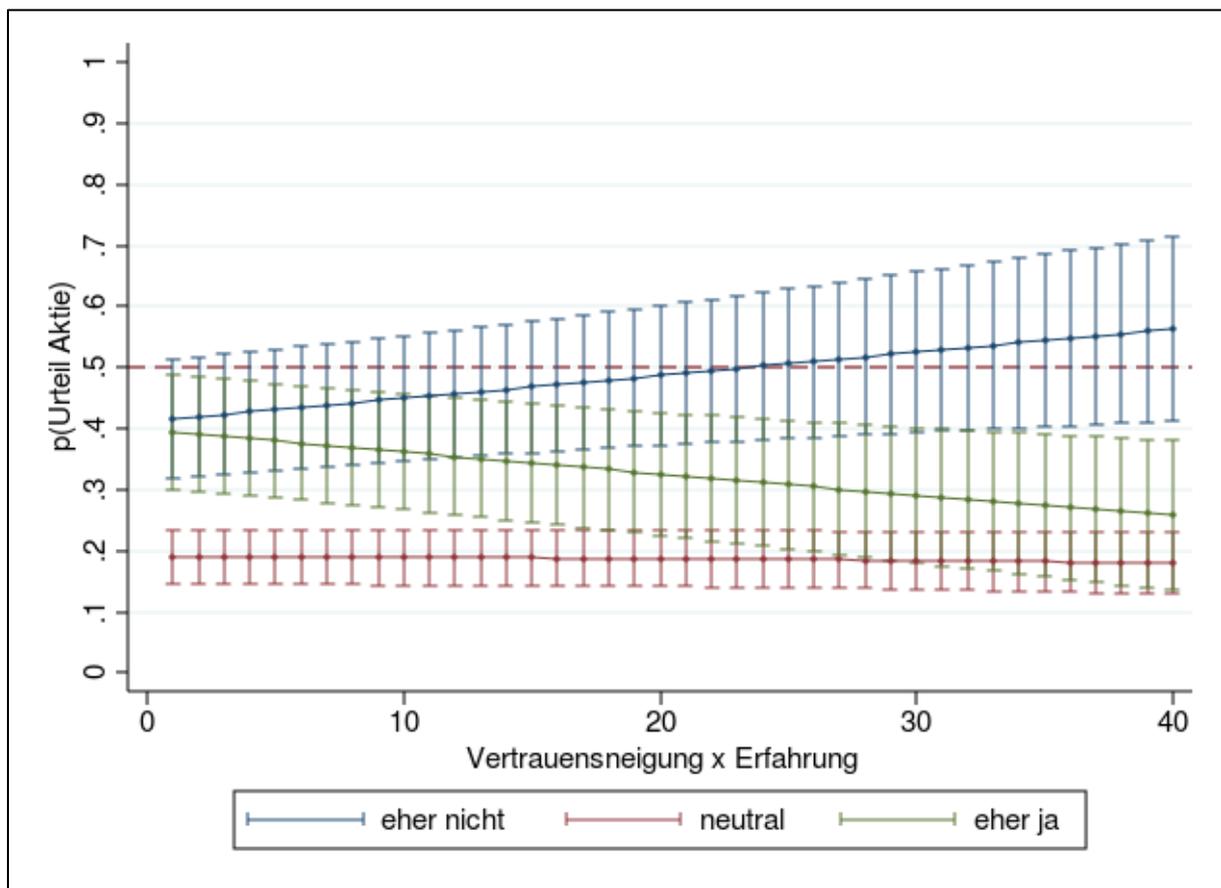
tigkeiten und Kenntnissen wägen ältere Investoren ihre Entscheidungen im Allgemeinen nämlich stärker ab als jüngere Investoren. Daraus kann letztlich eine vergleichsweise geringere Entscheidungsfreudigkeit resultieren. Zudem konvergieren Investoren bzw. deren Entscheidungen mit zunehmender Markterfahrung immer mehr mit den Annahmen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie. Einstellungsbasierte Faktoren spielen somit eine immer geringere Rolle.<sup>738</sup> Grafisch lässt sich das Ergebnis für den Einzeleffekt „Berufserfahrung“ wie folgt darstellen:



**Abbildung 21: Berufserfahrung im Mehrebenenmodell.**

Ein ähnlicher Effekt auf die Transaktionsbereitschaft eines Investors besteht gemäß der oben aufgeführten Tabelle auch für den aus der generellen Vertrauensneigung und der Berufserfahrung eines Anlegers gebildeten Interaktionsterm. Wie die OR von 0,97 ( $p < 0,05$ ) und die nachstehende Abbildung zu erkennen geben, schwächt sich der beschriebene Einzeleffekt der generellen Vertrauensneigung mit zunehmender Berufserfahrung signifikant ab. Dies bestätigt die Vermutung, dass sich ein professioneller Anleger im Rahmen des Entscheidungsprozesses tendenziell mehr auf seine gesammelten Erfahrungswerte verlässt als auf seine generelle Vertrauensneigung (Hypothese H10).

<sup>738</sup> Vgl. hierzu bspw. LIST, J. A. (2003); FENG, L./SEASHOLES, M. (2005); KORNIOTIS, G. M./KUMAR, A. (2011).

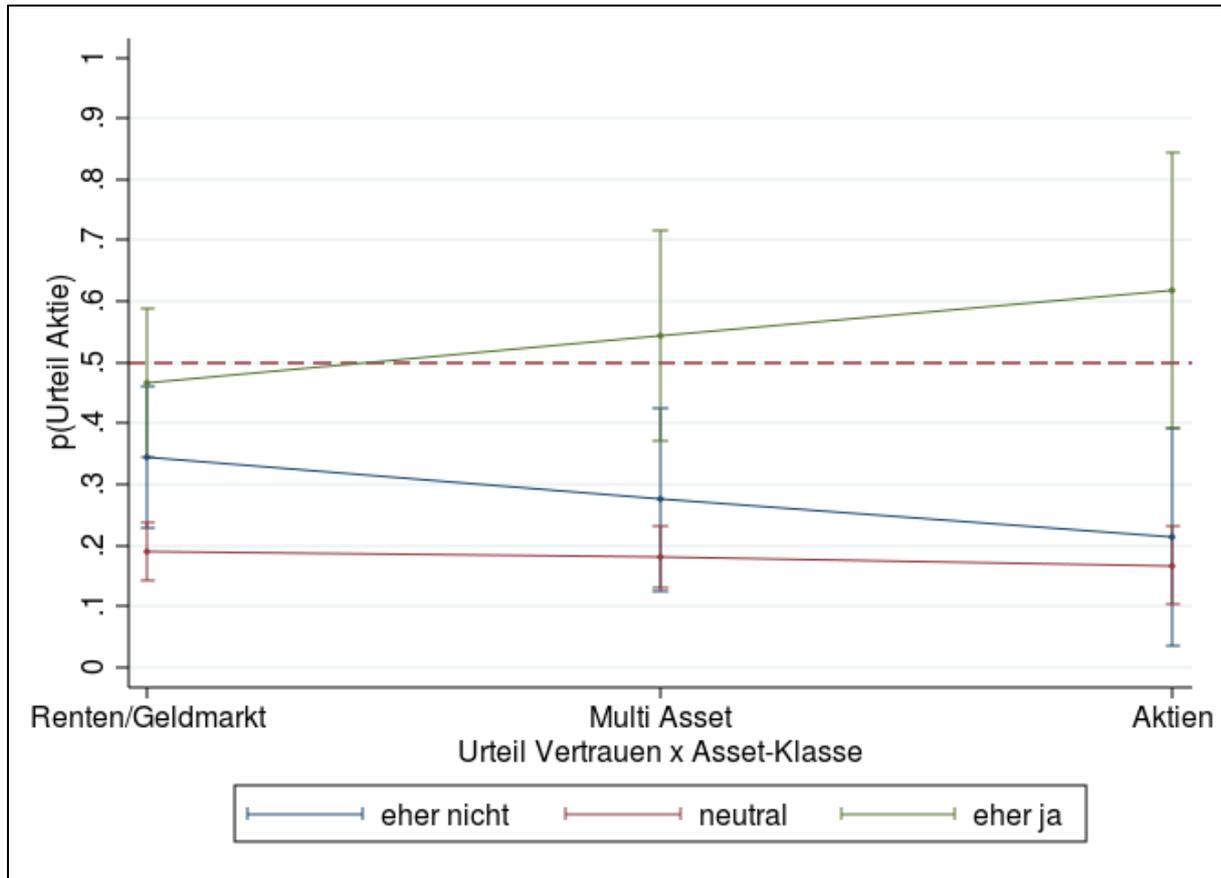


**Abbildung 22: Interaktionseffekt generelle Vertrauensneigung und Berufserfahrung.**

Für den Einzeleffekt der Variable „Asset-Klasse“ zeigt sich bei einer OR von 0,99 ein nicht signifikantes Ergebnis ( $p > 0,10$ ). Welche Asset-Klasse die Befragten betreuen, hat somit keinen direkten Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft. Die Hypothese zum Einzeleffekt „Asset-Klasse“ muss daher verworfen werden (H11).

Betrachtet man hingegen die Ergebnisse für die mit der Variable „Asset-Klasse“ gebildeten Interaktionsterme, kehrt sich das Bild um. So beträgt die OR für den moderierenden Effekt aus situativer Vertrauensneigung und betreuter Asset-Klasse auf die Transaktionsbereitschaft des Investors 1,72 ( $p < 0,05$ ). Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass eine Zuordnung in die Kategorie „eher ja“ der abhängigen Variable erfolgt. Um das Ergebnis entsprechend der Hypothese H12 beurteilen zu können, muss jedoch auch die nachstehende grafische Lösung einbezogen werden. So wird anhand von Abbildung 21 deutlich, dass das ökonomische Vertrauen nicht ausreicht, um auch die Befragten des Betreuungsgebiets „Renten-/Geldmarkt“ zu einer Kaufentscheidung zu bewegen. Dieser Teil der Befragten benötigt offenbar ein höheres Maß an ökonomischem Vertrauen zur Erbringung einer riskanten Vorleistung im Sinne einer „echten“ Vertrauensentscheidung, was ein plausibles Ergebnis darstellt (Hypothese H12). Da es sich beim fiktiven Kauf einer Aktie für die Vertreter

des Renten- bzw. Geldmarkts sozusagen um ein fachfremdes Finanzprodukt handelt, ist ein höheres ökonomisches Vertrauensniveau notwendig, um den genannten Personenkreis zu einer Kaufentscheidung zu motivieren. Zudem zählt das Ergebnis auf die These ein, dass befragten-spezifische Unterschiede bestehen.<sup>739</sup>

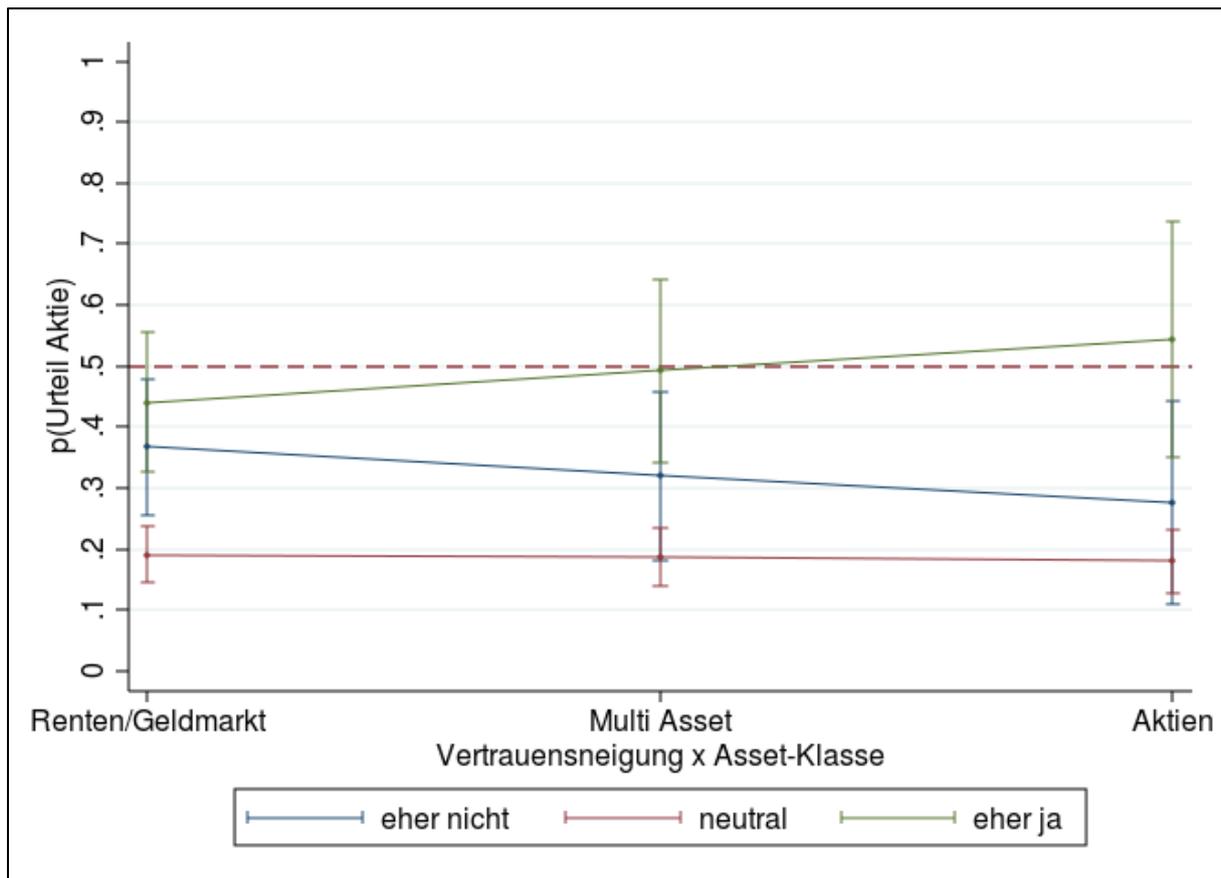


**Abbildung 23: Interaktionseffekt situative Vertrauenserwartung und Asset-Klasse.**

Dass nicht nur das ökonomische Vertrauen, sondern auch das soziologische Vertrauen zwischen den Asset-Klassen variiert, dokumentiert eine OR von 1,43 ( $p < 0,10$ ) für den Interaktionsterm zwischen der generellen Vertrauensneigung und der Asset-Klasse (Hypothese H13). Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich und zunehmender genereller Vertrauensneigung erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für eine Schätzung in die höchste Kategorie der abhängigen Variable um das 1,43-fache. Damit ist der Effekt der generellen Vertrauensneigung für die Befragten aus dem Betreuungsbereich Aktien im Hinblick auf die Transaktionsbereitschaft am größten (siehe Abbildung 24). Als Grund hierfür kann das oben erwähnte fachspezi-

<sup>739</sup> Dass solche befragten-spezifische Unterschiede im Zusammenhang mit dem Vertrauenskonstrukt bestehen können, zeigen bspw. YAMAGISHI, T./YAMAGISHI, M. (1994); FRINGS, C. (2010); WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011).

fische Finanzprodukt genannt werden. So ist es eher wahrscheinlich, dass die Aktie des Unternehmens von Investoren gekauft wird, die aus dem Aktienportfoliomanagement stammen. Ein zweiter Erklärungsansatz ergibt sich, wenn die generelle Vertrauensneigung – ähnlich der Prinzipal-Agenten-Theorie – als Risikoneigung interpretiert wird. Da Aktieninvestoren im Allgemeinen über eine höhere Risikotoleranz verfügen, fällt es Ihnen offenbar leichter, eine riskante Vorleistung zu erbringen.<sup>740</sup>



**Abbildung 24: Interaktionseffekt situative Vertrauenserwartung und Asset-Klasse.**

Schließlich können der Tabelle für Modell 4 noch zwei weitere Ergebnisse für Interaktionsterme entnommen werden. Ein Interaktionsterm repräsentiert die Verbindung aus ökonomischem Vertrauen und genereller Vertrauensneigung. Der andere Interaktionsterm enthält ebenfalls das ökonomische Vertrauen und verknüpft es mit der Berufserfahrung des professionellen Investors. Beide Interaktionsterme dienen also wiederum der Messung eines ebenenübergreifenden (moderierenden) Effekts auf die Transaktionsbereitschaft. Anhand des erstgenannten Terms soll überprüft werden, ob der Einfluss des ökonomischen Vertrauens auf die Aktienkaufbereitschaft eines Investors mit der Höhe seiner generellen Vertrauensneigung variiert. In der

<sup>740</sup> Vgl. WEIBEL, A. (2004), S. 130.

Literatur wird hierbei grundsätzlich von einem positiven Zusammenhang ausgegangen: Je höher die generelle Vertrauensneigung einer Person ist, desto eher bringt sie dem Unternehmen auch (ökonomisches) Vertrauen entgegen, was letztlich die Wahrscheinlichkeit für einen Aktienkauf erhöht. Dementsprechend müssen Investoren mit einer relativ geringen generellen Vertrauensneigung bzw. einer verhältnismäßig geringen Risikobereitschaft – es sei auf das Ergebnis für den Interaktionseffekt aus Vertrauensneigung und Asset-Klasse erinnert – eine höhere „Hürde“ überwinden, um eine riskante Vorleistung in Form des Aktienkaufs zu erbringen.<sup>741</sup>

Im Rahmen der vorliegenden Analyse bestätigt sich der beschriebene positive Effekt nicht, was anhand des Signifikanzwerts für den Interaktionsterm deutlich wird ( $p > 0,10$ ). Es besteht daher kein moderierender Effekt des soziologischen Vertrauens auf die Beziehung zwischen ökonomischem Vertrauen und Transaktionsbereitschaft (Hypothese H14), obwohl die Befragten insgesamt über ein relativ hohes Niveau an generellem Vertrauen verfügen.<sup>742</sup> Grund hierfür könnten die für die Entscheidungssituation zur Verfügung gestellten Informationen sein. Wie in Abschnitt 4.2.4 erläutert, variiert nämlich der Einfluss der generellen Vertrauensneigung mit der Menge an situativ verfügbaren Informationen. So haben die im Rahmen des Fragebogens präsentierten Informationen offenbar nicht den in der Literatur beschriebenen Effekt hervorgerufen und die Investoren eher zu einer defensiveren Vertrauensentscheidung bewegt.

Das gleiche Ergebnis zeigt sich für den ursprünglich vermuteten moderierenden Effekt der Berufserfahrung mit der Mikroebene, d. h. auf die Variablen „Urteil Vertrauen“ und „Urteil Aktie“ ( $p > 0,10$ ). Die Hypothese H15 ist dementsprechend ebenfalls abzulehnen. Es lässt sich also zwischen den Variablen der ersten und den Variablen der zweiten Ebene lediglich ein moderierender Effekt nachweisen, nämlich der Effekt der Asset-Klasse. Personenspezifische Unterschiede bei den Befragten sind im Hinblick auf die vermuteten moderierenden Effekte somit vor allem auf diesen Effekt zurückzuführen. Daraus lässt sich wiederum schlussfolgern, dass die Bewertung der situativen Anreize bzw. der ökonomischen Vertrauensmerkmale offenbar in erster Linie in Abhängigkeit des Tätigkeitsfelds und des hiermit verbundenen Risikoprofils erfolgt. Vor dem Hintergrund der befragten Personen handelt es sich hierbei um ein plausibles Ergebnis, obwohl zwei von drei ebenenübergreifenden Hypothesen abgelehnt werden mussten.

---

<sup>741</sup> Vgl. hierzu bspw. GEORGARAKOS, D./PASINI, G. (2011); SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2012); BOTTAZZI, L./DARIN, M./HELLMANN, T. (2016); GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008); WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011).

<sup>742</sup> Zum Niveau des generellen Vertrauens vgl. Abschnitt 6.2.

### 6.3.4 Zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse

Zunächst ist festzuhalten, dass sowohl das ökonomische als auch das soziologische Vertrauen signifikante Einzeleffekte auf die Aktienkaufbereitschaft eines professionellen Anlegers darstellen. Bei einer Transaktion spielen also nicht nur ökonomische Gesichtspunkte eine Rolle. Vielmehr wird ein Investor auch von seinem Grundvertrauen beeinflusst. Als Einflussfaktoren auf das ökonomische Vertrauen sind besonders die Variablen „Glaubwürdigkeit“ (kognitives Vertrauen) und „Integrität“ (affektives Vertrauen) hervorzuheben. Um die Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens abschätzen zu können, sind für einen Investor scheinbar solche Indikatoren von Interesse mit deren Hilfe abgeglichen werden kann, ob Worten auch entsprechende Taten folgen. In der Gesamtbetrachtung lässt sich hingegen feststellen, dass von den kognitiven Vertrauensmerkmalen im Vergleich zu den affektiven Vertrauensmerkmalen ein größerer Einfluss ausgeht, d. h. vom „rationalen“ Vertrauen geht eine größere Wirkung aus. Für die befragten professionellen Anleger stellt dies ein zu erwartendes Ergebnis dar.

Neben dem Grundvertrauen bzw. der generellen Vertrauensneigung wurden noch zwei weitere personenspezifische Faktoren in das Modell aufgenommen, nämlich die Variablen „Berufserfahrung“ und „Asset-Klasse“. Für die Berufserfahrung zeigte sich als Einzeleffekt dabei ein negativer Zusammenhang: Je älter ein Investor ist, desto weniger wahrscheinlich ist demnach der Kauf der NEAP AG-Aktie. Im Gegensatz zur Berufserfahrung konnte für den Einzeleffekt der Asset-Klasse auf die Transaktionsbereitschaft kein signifikantes Ergebnis festgestellt werden. Die Transaktionsbereitschaft ist also über alle drei Asset-Klassen hinweg nicht gegeben. Es wäre allerdings zu erwarten gewesen, dass sich lediglich die Angehörigen des Bereichs „Renten-/Geldmarkt“ nicht zum Kauf entscheiden, da das Finanzinstrument Aktien grundsätzlich keine Investitionsmöglichkeit für sie darstellt.

Die beschriebenen Einzeleffekte befinden sich auf unterschiedlichen Ebenen, was die Durchführung einer Mehrebenenanalyse notwendig macht. Auf der ersten Ebene, der Mikroebene, ist das ökonomische Vertrauen angesiedelt. Die zweite Ebene repräsentiert die Befragten und ihre personenspezifischen Eigenschaften. Um die zwischen den Ebenen vorhandenen Wechselwirkungen bzw. moderierenden Effekte auf die Transaktionsbereitschaft analysieren zu können, mussten Interaktionseffekte gebildet werden. Zuvor galt es jedoch zu überprüfen, ob überhaupt personenspezifische Unterschiede zwischen den Befragten bestehen. Ein Vergleich der Varianzen vor und nach der Aufnahme der personenspezifischen Variablen und Interaktionsterme zeigt hierbei, dass 14 % der Varianzaufklärung auf personenspezifische Unterschiede zurück-

zuföhren sind, was gerade für eine Untersuchung, die auch auf schwer messbaren einstellungs-basierten Items beruht, als bedeutungsvoll anzusehen ist. Dementsprechend galt das Interesse besonders den Interaktionstermen, die zwischen dem ökonomischen Vertrauen als Ebene 1-Variable und den Variablen der zweiten Ebene, also der Berufserfahrung, der generellen Vertrauensneigung und der Asset-Klasse, gebildet wurden. Für die beiden erstgenannten Interaktionseffekte mit dem ökonomischen Vertrauen (Berufserfahrung sowie generelle Vertrauensneigung) konnten keine signifikanten Ergebnisse festgestellt werden. Lediglich für den dritten Hauptinteraktionsterm mit der Asset-Klasse zeigte sich ein signifikantes Resultat. So variiert der Einfluss des ökonomischen Vertrauens auf die Transaktionsbereitschaft mit der Zugehörigkeit zu einer Asset-Klasse. Mit zunehmendem Aktienengagement steigt nämlich die Wahrscheinlichkeit, die Aktie der NEAP AG zu kaufen. Das ökonomische Vertrauen reicht demnach nicht aus, um auch fachfremde Investoren zum Kauf der Akte zu motivieren.

Zwei weitere Interaktionsterme wurden Ebene 2-intern mit der generellen Vertrauensneigung gebildet. Für den Interaktionseffekt zwischen der generellen Vertrauensneigung und der Berufserfahrung konnte ein leicht negativer Effekt nachgewiesen werden: Je älter ein professioneller Anleger ist, desto weniger spielt seine generelle Vertrauensneigung eine Rolle bei der Transaktionsentscheidung. Wird die Vertrauensneigung im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie als Risikoneigung interpretiert, so handelt es sich auch in diesem Fall um ein plausibles Ergebnis, da die Risikobereitschaft mit zunehmendem Alter tendenziell abnimmt. Einen positiven Zusammenhang zeigte dagegen der aus der generellen Vertrauensneigung und der Asset-Klasse konstruierte Interaktionseffekt. So ist anzunehmen, dass die generelle Vertrauensneigung mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich – entsprechend der ansteigenden Risikobereitschaft – eher einen Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft der befragten Personen hat. Zusammengefasst werden alle Ergebnisse der vorliegenden Analyse durch die beiden nachstehenden Tabellen.

<b>Empirische Befunde für die Hypothesen der Einzeleffekte</b>		
<b>Nr.</b>	<b>Beschreibung</b>	<b>Befund</b>
H1	Bei einer positiven Einschätzung der Fähigkeit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	bestätigt
H2	Bei einer positiven Einschätzung der Glaubwürdigkeit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	bestätigt
H3	Bei einer positiven Einschätzung des Wohlwollens steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	bestätigt
H4	Bei einer positiven Einschätzung der Integrität steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegenbringt.	bestätigt
H5	Die kognitiven Vertrauenselemente (Fähigkeit und Glaubwürdigkeit) haben insgesamt einen größeren Einfluss auf das (ökonomische) Vertrauen eines professionellen Investors in ein Unternehmen als die affektiven bzw. emotionalen (Wohlwollen und Integrität) Vertrauenselemente.	bestätigt
H7	Bringt ein professioneller Investor einem Unternehmen (ökonomisches) Vertrauen entgegen, so steigt die Wahrscheinlichkeit, dass er die Aktie des Unternehmens kauft.	bestätigt
H8	Je stärker die generelle Vertrauensneigung ausgeprägt ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.	bestätigt
H9	Je größer die Berufserfahrung ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor nicht für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.	bestätigt
H11	Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein professioneller Investor für die Aktie eines Unternehmens entscheidet.	nicht bestätigt

**Tabelle 27: Zusammenfassung der empirischen Befunde (Einzeleffekte).**

<b>Empirische Befunde für die Hypothesen der Interaktionseffekte</b>		
<b>Nr.</b>	<b>Beschreibung</b>	<b>Befund</b>
H6	Bei der Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens wird ein professioneller Investor zumindest teilweise auch von personenspezifischen Faktoren beeinflusst.	bestätigt
H10	Mit zunehmender Berufserfahrung verringert sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung, so dass die Wahrscheinlichkeit sinkt, dass sich das situationspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	bestätigt
H12	Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen einen positiven Einfluss auf die Bereitschaft eines professionellen Investors hat, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	bestätigt
H13	Mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich verstärkt sich der Effekt der generellen Vertrauensneigung, so dass die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass sich das situationspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	bestätigt
H14	Je höher die generelle Vertrauensneigung eines professionellen Investors ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	nicht bestätigt
H15	Je höher die Berufserfahrung eines professionellen Investors ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die situationsspezifisch gebildete Vertrauenserwartung bzw. das situationsspezifisch gebildete ökonomische Vertrauen positiv auf die Bereitschaft auswirkt, die Aktie eines Unternehmens kaufen zu wollen.	nicht bestätigt

**Tabelle 28: Zusammenfassung der empirischen Befunde (Interaktionseffekte).**

In Abbildung 25 werden die empirischen Befunde schließlich den entsprechenden Faktoren des Untersuchungsmodells zugeordnet. Ein (+) steht hierbei für einen bestätigten Zusammenhang. Ist das Gegenteil der Fall, so ist die Beziehung mit einem (–) gekennzeichnet.

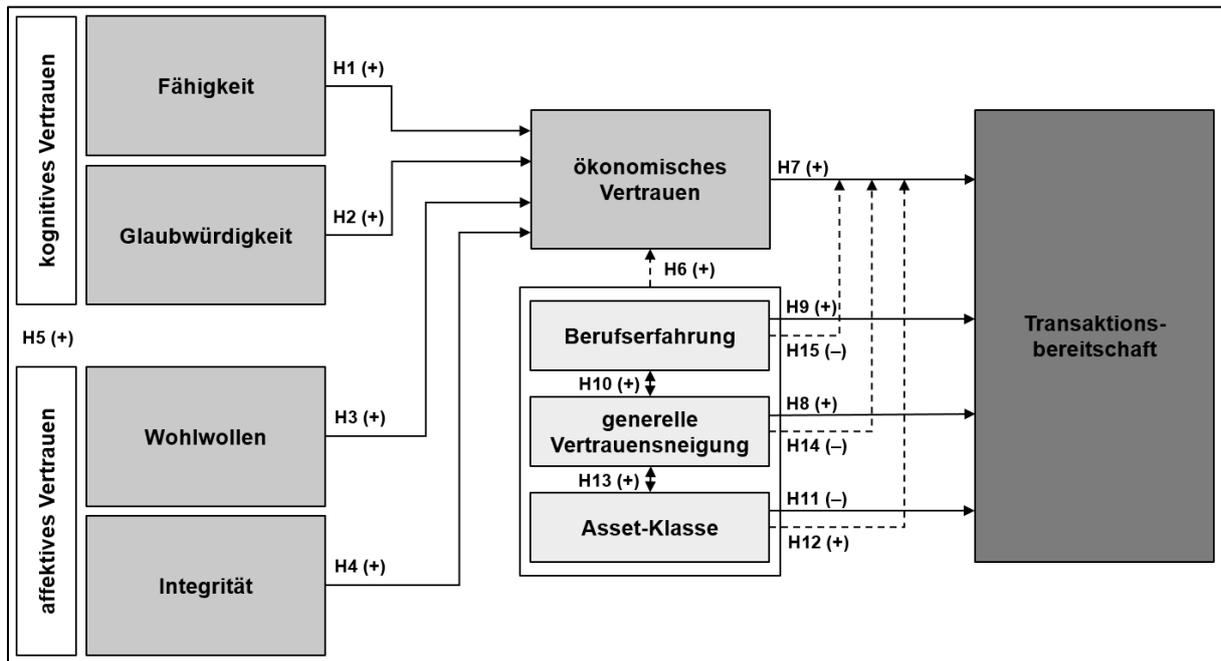


Abbildung 25: Analysemodell mit Ergebnissen.

## 7 Konsequenzen der Analyse

### 7.1 Limitationen der Untersuchung

Aus den im vorhergehenden Kapitel gewonnen empirischen Ergebnissen können verschiedene Implikationen bzw. Handlungsempfehlungen für die Berufspraxis abgeleitet werden. Um Handlungsempfehlungen abgeben zu können, sind zunächst jedoch die Limitationen der vorliegenden Analyse zu diskutieren. Durch diesen vorgelagerten Schritt ergeben sich im Wesentlichen zwei Vorteile. Einerseits wird dem Leser eine kritische Beurteilung der im folgenden Abschnitt dargestellten Handlungsempfehlungen ermöglicht. Andererseits lassen sich anhand der Limitationen der vorliegenden Analyse mögliche Anknüpfungspunkte für zukünftige Forschungsvorhaben ableiten.<sup>743</sup>

Die Wirkung von Vertrauen auf private Investoren wurde bisher im Rahmen von zahlreichen Studien analysiert.<sup>744</sup> Studien, die den Einfluss von Vertrauen auf professionelle Investoren im Kapitalmarktbereich untersuchen und sich somit einem spezielleren Befragtenkreis widmen, sind dagegen weitaus weniger vorhanden.<sup>745</sup> So soll die vorliegende Analyse einen Beitrag dazu leisten, die identifizierte Forschungslücke zu schließen. Obwohl die auf theoretischen und empirischen Erkenntnissen beruhende Datenanalyse dieses Ziel grundsätzlich erreicht, unterliegt die Analyse dennoch zwei Arten von Einschränkungen. Zum einen sind in diesem Zusammenhang Limitationen zu nennen, die auf das Untersuchungsdesign zurückzuführen sind. Zum anderen ergeben sich Limitationen im Hinblick auf die Generalisierbarkeit der gewonnenen Ergebnisse.

Eine Einschränkung im Hinblick auf das Untersuchungsdesign bezieht sich auf die Konfundierungsstruktur des Vignettendesigns. Da die vier ökonomischen Vertrauensfaktoren mit ihren jeweils zwei Ausprägungen (positiv und negativ) systematisch variiert wurden, umfasste das Vignettenuniversum insgesamt 16 verschiedene Vignetten. Diese 16 Vignetten wurden in vier Sets unterteilt, so dass jeder Befragte letztlich vier Vignetten zur Beantwortung erhielt. Durch das gewählte Design war es zwar möglich alle interessierenden Haupt- und Interaktionseffekte messen zu können. Allerdings hätte durch die Beantwortung von acht Vignetten pro Person eine noch höhere statistische Effizienz bei der Datenanalyse erzielt werden können. So wäre

---

<sup>743</sup> Vgl. STEYMAN, G. (2012), S. 247.

<sup>744</sup> Vgl. hierzu bspw. GEORGARAKOS, D./PASINI, G. (2011); GUISSO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008); GURUN, U. G./STOFFMAN, N./YONKER, S. E. (2018); KOSTOVETSKY, L. (2016).

<sup>745</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 11.

mit der Aufteilung der Vignettenpopulation in zwei Sets zu jeweils acht Vignetten ein orthogonales, balanciertes und insbesondere spiegelbildliches Design entstanden, welches noch kontrastreichere Ergebnisse hervorgebracht hätte. Folglich wäre wahrscheinlich auch der Einfluss der personenspezifischen Komponente auf das Vertrauen bzw. die Transaktionsbereitschaft deutlicher zum Vorschein getreten.<sup>746</sup> Zudem hätte bei insgesamt 100 befragten Personen die doppelte Anzahl an beantworteten Vignetten, also 800 Vignettenurteile, gewonnen werden können.

Der Grund für die gewählte Zuordnung von vier Vignetten ist der Befragtenkreis selbst. So galt es bei der Konstruktion des Analysedesigns zu berücksichtigen, dass die Fragebögen von den einzelnen Personen am Arbeitsplatz ausgefüllt werden. Dementsprechend war die Bearbeitungszeit so gering wie möglich zu halten. Bei acht Vignetten pro Person hätte dies hingegen nicht gewährleistet werden können. Dass sich der Bearbeitungsumfang mit vier Vignetten pro Person hierbei als angemessen herausstellte, zeigten einerseits die umfangreichen Pretests. Andererseits spricht die beschriebene hohe Rücklaufquote für die Gestaltung des Fragebogens.

Als weitere Limitation der vorliegenden Arbeit ist die Art der Operationalisierung der Variablen zu nennen. In der Literatur wird oftmals betont, dass Vignetten als künstliche hypothetische Szenarien die in der Realität vorhandenen Phänomene nicht adäquat abbilden können. Es bestehen in diesem Zusammenhang vereinzelt Bedenken im Hinblick auf die Validität der gewonnenen Ergebnisse sowie der aus diesen Ergebnissen abgeleiteten Schlussfolgerungen.<sup>747</sup> Auch im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wurden die befragten Personen in eine künstliche Umgebung bzw. Entscheidungssituation hineinversetzt. So ist weder die „NEAP AG“ als Unternehmen am Markt existent, noch sollen die wahrgenommenen Faktoren der Vertrauenswürdigkeit ein reales Unternehmen abbilden. Deshalb sind die Vignettensituationen so realitätsnah und glaubhaft wie möglich darzustellen. Ist das der Fall, kann nicht nur die Konstruktvalidität erhöht werden.<sup>748</sup> Vielmehr belegen Studien, dass sich die Realität auch mit Hilfe von hypothetischen Szenarien bzw. mit Vignettenszenarien sehr gut prognostizieren lässt.<sup>749</sup> Werden Vignetten nämlich zur Analyse von Einstellungen genutzt, so geht es nicht um die Frage, ob die

---

<sup>746</sup> Vgl. zu dieser Thematik bspw. ROST, K./ARNOLD, N. (2017); AUSPURG, K./HINZ, T. (2015); ROST, K. (2018).

<sup>747</sup> Vgl. bspw. EIFLER, S. (2010); GOULD, D. (1996); HUGHES, R. (1998).

<sup>748</sup> Vgl. ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 45.

<sup>749</sup> Als Beispiele für derartige Studien vgl. LANGLEY, G. R./TRITCHLER, D. L./LLEWELLYN-THOMAS, H. A./TILL, J. E. (1991); LUNZA, M. L. (1990).

Vignetten an sich der Realität entsprechen. Vielmehr geht es um die Frage, ob einstellungsbezogene Prozesse durch die vorgelegten Vignetten in gleicher Weise aktiviert werden können, wie sie eine reale Situation hervorrufen würde.<sup>750</sup>

Dass die beschriebene Aktivierung – trotz der Beurteilung einer fiktiven Situation – im vorliegenden Fall als gelungen betrachtet werden kann, belegen einerseits die erzielten Ergebnisse. Andererseits lässt das positive Feedback der Befragten, sowohl während der Pretest-Phase als auch während der Befragungsrunde, einen solchen Schluss zu. Zudem sprach sich ein großer Teil der Befragten im Hinblick auf das hypothetische Szenario auch explizit positiv darüber aus, dass durch die gewählte Befragungsform keine sensiblen Informationen, z. B. über bestimmte Geschäftspraktiken, preisgegeben werden müssen. So hätte eine andere Befragungsform möglicherweise zu einem Compliance-relevanten Konfliktfall geführt, was sich letztlich negativ auf die Rückläuferquote ausgewirkt hätte.

Weiterhin besteht eine Limitation der vorliegenden Analyse in Bezug auf das Untersuchungsdesign darin, dass nur das „positive Vertrauen“ bzw. der positive Effekt des Vertrauens auf die Transaktionsbereitschaft eines Investors betrachtet wurde. Dementsprechend verfolgte die Analyse das Ziel zu analysieren, ob Vertrauen beim Investor zu einer Kaufentscheidung führt. Mögliche negative Implikationen von Vertrauen waren nicht Gegenstand der Betrachtung. So wurde die Aktie im schlechtesten Fall einfach nicht vom Investor gekauft. Mit dieser „positiven“ Betrachtungsweise entspricht die vorliegende Arbeit allerdings dem überwiegenden Teil der bisherigen Beiträge zur Analyse des Vertrauensphänomens.<sup>751</sup> Erst seit kurzer Zeit beschäftigen sich nämlich zunehmend mehr Untersuchungen aus dem Bereich der Vertrauensforschung auch mit möglichen negativen Auswirkungen von Vertrauen.<sup>752</sup>

In Bezug auf die eingangs erwähnten Limitationen hinsichtlich der Generalisierbarkeit der Ergebnisse ist zunächst der Untersuchungszeitpunkt anzufügen. Die Befragung wurde im zweiten Halbjahr 2018 durchgeführt, also in einem Zeitraum mit einem insgesamt sehr positiven Marktumfeld und relativ stabilem Wirtschaftswachstum. Beispielhaft für dieses Umfeld steht der US-amerikanische Markt, der im genannten Zeitraum bereits die bis dato gültige Rekordmarke für den längsten Wirtschaftszyklus überboten hatte.<sup>753</sup> So ist es möglich, dass die Ergebnisse

---

<sup>750</sup> Vgl. EVANS, S. C. et al. (2015), S. 160; ATZMÜLLER, C./STEINER, P. M. (2017), S. 45.

<sup>751</sup> Vgl. PIELKEN, A. (2017), S. 224.

<sup>752</sup> Für entsprechende Beiträge vgl. bspw. MOLINA-MORALES, F. X./MARTÍNEZ-FERNÁNDEZ, M. T./TORLÒ, V. J. (2011); GARGIULO, M./ERTUG, G. (2006); SKINNER, D./DIETZ, G./WEIBEL, A. (2013).

<sup>753</sup> Vgl. HILLE, C. (09.10.2018), S. 18.

eine positive Verzerrung aufweisen, weil z. B. ein im Vergleich zu einem negativen Marktumfeld höheres generelles Vertrauen bei den Befragten vorhanden ist. Gleiches ist auch im Hinblick auf das ökonomische Vertrauen denkbar, welches in einem positiven Marktumfeld aufgrund eines geringeren Unsicherheitsempfinden möglicherweise in höherem Ausmaß vorhanden ist.<sup>754</sup> Ob eine derartige Verzerrung tatsächlich vorliegt, müsste allerdings zu gegebener Zeit im Rahmen einer weiteren Untersuchung analysiert werden.

Die zweite Limitation in Bezug auf die Generalisierbarkeit der Ergebnisse bezieht sich auf die Größe der Stichprobe. Im oben genannten Zeitraum wurden insgesamt 100 professionelle Investoren aus dem Asset Management-Bereich befragt. Da dieser Befragtenkreis nur sehr schwer zu rekrutieren ist, stellt die Anzahl der Befragungsteilnehmer eine durchaus beachtenswerte Größe dar. Dennoch wird mit Blick auf die Gesamtzahl der alleine in Deutschland im Bereich Asset Management bzw. Portfoliomanagement tätigen Personen deutlich, dass eine Generalisierung der gewonnenen Ergebnisse auf den Gesamtmarkt nur schwer möglich ist.<sup>755</sup> Da das Ziel der vorliegenden Arbeit allerdings darin bestand, eine grundlegende Ursache-Wirkungs-Beziehung aufzudecken, kann die Stichprobengröße dennoch als ausreichend bezeichnet werden bzw. lässt sich trotz der relativ geringen Stichprobengröße eine verhältnismäßig hohe Robustheit der gewonnenen Ergebnisse annehmen.

## 7.2 Implikationen für die Berufspraxis

Im Anschluss an die Einschränkungen der empirischen Analyse sollen im Folgenden mögliche Implikationen für die berufliche Praxis aus den in Kapitel 6 ermittelten Ergebnissen abgeleitet werden. Denn es hat sich gezeigt, dass Vertrauen auch im Rahmen der Investitionsentscheidungen professioneller Investoren eine Rolle spielt. Wird nämlich einem Unternehmen sowohl ökonomisches als auch soziologisches Vertrauen entgegengebracht, so ist auch ein Aktienkauf eher wahrscheinlich.

Dementsprechend sollten sich professionelle Anleger zunächst anhand der Ergebnisse der vorliegenden Studie damit auseinandersetzen, dass Vertrauen überhaupt von Bedeutung für den Entscheidungsprozess ist und „sich auf Verwundbarkeit und Ungewissheit bezieht, und dass es

---

<sup>754</sup> Vgl. SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2012), S. 130; GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008), S. 2557.

<sup>755</sup> Einen ersten Eindruck über die Gesamtzahl der in Deutschland im Bereich Asset Management tätigen Personen vermittelt eine grobe Analyse der Mitarbeiterzahlen der größten von insgesamt 112 Unternehmen (z. B. Allianz Global Investors, Amundi Asset Management, BlackRock, Deka Investments, DWS) die sich dem Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) als Vollmitglieder angeschlossen haben.

immer riskant ist und bleibt“<sup>756</sup>. Dieses Bewusstsein für die Bedeutung von ökonomischem und soziologischem Vertrauen im Investitionsprozess sollte von den Investoren grundsätzlich als Normalität im beruflichen Alltag etabliert werden.<sup>757</sup> Allerdings sollten die Anleger nicht nur ein grundlegendes Bewusstsein für die Wirkung von Vertrauen entwickeln. Vielmehr ist es im Hinblick auf das ökonomische Vertrauen auch wichtig zu wissen, welche Faktoren der wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit konkret einen Einfluss auf die Investitionsentscheidung ausüben können. Je genauer der Investor dabei den Prozess der Vertrauensbildung und die dazugehörigen Vertrauensindikatoren kennt, desto wirksamer lassen sich Maßnahmen „enttarnen“, die von einem Unternehmen zum Zwecke eines gezielten Vertrauensaufbaus initiiert werden, um eine positive Aktienkaufentscheidung zu bewirken.<sup>758</sup> Als Beispiel für eine solche Maßnahme dient eine besonders vertrauensfördernde Finanzkommunikation, welche die Wahrnehmung eines Unternehmens durch einen potentiellen Investor positiv beeinflusst. Dass derartige Maßnahmen wirken bzw. ein Investor im Hinblick auf die wahrgenommene Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens beeinflusst werden kann, hat sich im Rahmen der vorliegenden Analyse empirisch bestätigt. So trugen die verwendeten Vertrauensdeterminanten, d. h. das ökonomische Vertrauen bestehend aus den Indikatoren Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität dazu bei, dass die Investoren ein gewisses Maß an Unsicherheit überwinden und eine riskante Vorleistung in Form des Aktienkaufs erbringen.<sup>759</sup>

Somit sollten Investoren über entsprechende Kenntnisse bzgl. der Funktionsweise des Vertrauensmechanismus bzw. des „Vertrauensankers“ verfügen, um vertrauensbezogene Informationen besser bewerten zu können. Eine Möglichkeit, einen gewissen Kenntnisstand im Hinblick auf den Vertrauensmechanismus bei den Investoren zu erreichen ist, die Thematik in Schulungen und Trainings zu integrieren, welche sich mit der Strukturierung von Entscheidungsproblemen im Investitionsprozess durch Heuristiken beschäftigen.<sup>760</sup> Zudem sollte im Zuge dieser Schulungen und Trainings auf die generelle Vertrauensneigung der professionellen Anleger

---

<sup>756</sup> MÖLLERING, G./SYDOW, J. (2006), S. 72.

<sup>757</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 112 f.; MÖLLERING, G./SYDOW, J. (2006), S. 72.

<sup>758</sup> Vgl. REINMUTH, M. (2009), S. 143; HERMANN, A./KIENDL, S./VAN OVERLOOP, P. C. (2012), S. 31; PLÖTNER, O. (1995), S. 120; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 113.

<sup>759</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 114; DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D./MAYER, R. C./TAN, H. H. (2000), S. 573; WEIBER, R./EGNER-DUPPICH, C. (2006), S. 352.

<sup>760</sup> Zur Relevanz und Durchführung von Schulungen und Trainings im Investitionsbereich vgl. bspw. BLOHM, H./LÜDER, K./SCHAEFER, C. (2012).

eingegangen werden, da sich für den soziologischen Vertrauensbestandteil ebenfalls sowohl ein direkter als auch ein indirekter Effekt auf die Kaufentscheidung nachweisen ließ.<sup>761</sup>

Anhand des genannten Beispiels der vertrauensfördernden Finanzkommunikation wird deutlich, dass aus der vorliegenden Arbeit nicht nur Implikationen für professionelle Investoren abgeleitet werden können. Vielmehr lassen sich im Umkehrschluss offensichtlich auch Implikationen für Unternehmen aus den Ergebnissen der Studie ableiten. Schließlich wurden im Rahmen der empirischen Analyse relevante Einflussfaktoren auf das Investorenvertrauen ermittelt, die von den Unternehmen entsprechend gestaltet und kommuniziert werden können.<sup>762</sup>

Wie die empirische Analyse hierbei zeigte, haben die vier Faktoren der wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit der NEAP AG einen deutlich größeren Einfluss auf das Vertrauen der Investoren als deren generelle Vertrauensneigung. Aus Sicht der Unternehmen ist dieser Umstand positiv zu bewerten, da die generelle Vertrauensneigung eine situationsübergreifende Einstellung der jeweiligen Investoren darstellt, die sich kurz- bis mittelfristig nicht beeinflussen lässt. Allerdings ist es Unternehmen durchaus möglich die Stellgrößen Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität zu verändern und sich darüber in ein „positives Licht“ zu rücken.<sup>763</sup>

In Bezug auf die genannten Stellgrößen hat sich gezeigt, dass diese unterschiedlich stark von den befragten Personen wahrgenommen werden. So fielen die kognitiven Vertrauensfaktoren im Vergleich zu den affektiven Vertrauensfaktoren bei den Befragten stärker ins Gewicht. Dementsprechend sollten Unternehmen insbesondere die erstgenannten Vertrauensfaktoren fokussieren, um „ein möglichst positives Bild über das „Können“ und das „Wollen“ der Gesellschaft“<sup>764</sup> zu vermitteln.<sup>765</sup> Die tatsächliche Vermittlung eines solchen Bildes könnte bspw. mit Hilfe eines geeigneten Aktienmarketings erfolgen.<sup>766</sup> Aufgabe wäre es dann, die kognitiven Vertrauensankerpunkte „Fähigkeit“ und „Glaubwürdigkeit“ so auszugestalten, dass sie für den potentiellen Anleger eine Entlastung im Rahmen des Informationsverarbeitungsprozesses darstellen. Es sollten hierbei jedoch keine Erwartungen geweckt werden, die sich im weiteren Ver-

---

<sup>761</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 114; MAYER, R. C./DAVIS, J. H./SCHOORMAN, F. D. (1995), S. 715.

<sup>762</sup> Vgl. DONEY, P. M./CANNON, J. P. (1997), S. 46 f.; MAYER, R. C./DAVIS, J. H. (1999), S. 125; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 114; GANESAN, S. (1994), S. 15.

<sup>763</sup> Vgl. WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 114; WEIBER, R./EGNER-DUPPICH, C. (2006), S. 352.

<sup>764</sup> WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 115.

<sup>765</sup> Vgl. NOOTEBOOM, B. (2002), S. 49 f.

<sup>766</sup> Weiterführend zur Thematik des Aktienmarketings vgl. bspw. SCHULZ, M. (1999).

lauf nicht erfüllen lassen. Dies könnte sich letztlich negativ auf die wahrgenommene Vertrauenswürdigkeit auswirken und unter Umständen sowohl den Erstkauf als auch das Halten der Aktie erschweren.<sup>767</sup>

### 7.3 Zukünftiger Forschungsbedarf

Anhand der empirischen Analyse bestätigte sich der vermutete Einfluss von Vertrauen auf die Investitionsentscheidung professioneller Investoren. Es zeigte sich hierbei auch, dass es sich beim Vertrauenskonstrukt um ein sehr vielschichtiges und dynamisches Phänomen handelt. Die Entscheidung eines Investors wird nämlich nicht nur von den wahrgenommenen Faktoren der Vertrauenswürdigkeit, also den ökonomischen Vertrauensfaktoren beeinflusst. Vielmehr wirken auch situationsunabhängige bzw. personenspezifische Faktoren, wie z. B. die generelle Vertrauensneigung, und sogar bestimmte Interaktionseffekte der vorgenannten Elemente auf die Investoren ein.<sup>768</sup> Es lässt sich somit insgesamt feststellen, dass Vertrauen selbst im Entscheidungsprozess professioneller Anleger von Bedeutung ist.

Die Bedeutung von Vertrauen für professionelle Investoren wurde bisher nur in geringem Umfang untersucht. So sind nur wenige Studien vorhanden, die sich mit der Entstehung und Wirkung von Vertrauen im Rahmen von Investitionsentscheidungen professioneller Marktakteure beschäftigen. Dies gilt insbesondere auch für Studien, welche Marktakteure eines relativ speziellen Investitionsbereichs in den Fokus rücken, nämlich Marktakteure aus dem Asset Management- bzw. Portfoliomanagement-Bereich.<sup>769</sup> Ziel der vorliegenden Arbeit ist es deshalb, einen Beitrag dazu zu leisten, die identifizierte Forschungslücke zu schließen. Da es sich bei Vertrauen allerdings um ein sehr diffiziles Phänomen handelt, können nicht alle Facetten, Einflussfaktoren und Wirkzusammenhänge vollumfänglich beleuchtet werden. Dementsprechend war das Forschungsgebiet einzuschränken, wobei die Auswahl der untersuchten Vertrauenselemente anhand ihrer Bedeutung in der Literatur erfolgte.<sup>770</sup> Aus dieser Einschränkung des Forschungsumfangs ergeben sich wiederum verschiedene Anknüpfungspunkte für zukünftige Forschungsprojekte. Um welche es dabei geht, soll im Folgenden dargestellt werden.

---

<sup>767</sup> Vgl. DECKER, R./NEUHAUS, S. (2006), S. 188; WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011), S. 115.

<sup>768</sup> Vgl. hierzu bspw. auch WIEDMANN, K.-P./WÜSTEFELD, T./KLIBERT, T. (2011).

<sup>769</sup> Vgl. ACHLEITNER, A.-K./BASSEN, A./PIETZSCH, L. (2001), S. 54 f.; FERBER, M. (2004), S. 11.

<sup>770</sup> Für einen Überblick vgl. bspw. STEINMANN, T. (2013).

Weitere Forschungsbemühungen könnten bspw. bei der Größe der Stichprobe ansetzen. Obwohl für die Analyse mit 100 Personen eine durchaus respektable Anzahl an Befragungsteilnehmern erreicht wurde, wäre es zur Absicherung der erzielten Ergebnisse wünschenswert, die getroffenen Aussagen anhand einer großzähligen Studie zu überprüfen.<sup>771</sup> Neben einer insgesamt verbesserten Validität der erhobenen Daten würde eine breitere Stichprobe detailliertere Auswertungen von branchen- bzw. strategiespezifischen Unterschieden ermöglichen. Dies wäre zudem mit dem herausgestellten Einfluss personenspezifischer Komponenten auf das Vertrauen der Investoren sehr gut vereinbar. Mit Blick auf die Zusammensetzung der Stichprobe könnte es ebenfalls von Interesse sein, die Untersuchung mit Investoren durchzuführen, welche nicht am geregelten Markt aktiv sind. Das bedeutet, die Entstehung und Wirkung von Vertrauen im Entscheidungsprozess könnte auch bei professionellen Investoren aus dem Venture Capital- oder Private Equity-Bereich durchgeführt werden.<sup>772</sup> Auf diese Weise ließen sich möglicherweise bestehende Unterschiede zwischen den Akteuren des geregelten Markts und Akteuren des nicht geregelten Markts analysieren.

Schließlich könnte in Bezug auf die Stichprobensammensetzung untersucht werden, ob die Bedeutung von Vertrauen länderspezifisch zwischen den Investoren variiert. Diesem, in der Vertrauensforschung weit verbreiteten Ansatz, läge zugrunde, dass die aus verschiedenen Ländern stammenden Befragten über ein unterschiedliches Niveau an soziologischem Vertrauen bzw. Grundvertrauen verfügen und dieser Umstand einen Einfluss auf das Antwortverhalten hat.<sup>773</sup> Durch dieses Analyseformat könnte gleichzeitig auch eine Internationalisierung der Studie erreicht werden, was ebenfalls eine interessante Weiterentwicklungsmöglichkeit der vorliegenden Studie darstellen würde.<sup>774</sup>

Wie beschrieben, handelt es sich bei Vertrauen um ein sehr diffiziles Konstrukt. Daher konnte nur eine Auswahl von Einflussfaktoren in das Analysemodell integriert werden. So ist es aus inhaltlicher Sicht denkbar, dass das untersuchte Modell nicht alle relevanten Faktoren enthält und somit unvollständig ist. Aus diesem Grund wäre es wünschenswert, wenn weitere Studien mit ergänzenden Einflussfaktoren im gewählten Befragtenkreis durchgeführt würden – trotz der bestehenden Problematik, entsprechende Befragungsteilnehmer rekrutieren zu können.<sup>775</sup>

---

<sup>771</sup> Vgl. PIELKEN, A. (2017), S. 225.

<sup>772</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 220.

<sup>773</sup> Vgl. hierzu bspw. GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2004); GEORGARAKOS, D./PASINI, G. (2011); GUIISO, L./SAPIENZA, P./ZINGALES, L. (2008).

<sup>774</sup> Vgl. MATTHES, A. (2007), S. 192; GRESCHUCHNA, L. (2006), S. 170 f.

<sup>775</sup> Vgl. FERBER, M. (2004), S. 220 f.

Ein weiterer möglicher Ansatz für zukünftige Forschungsbemühungen besteht darin zu untersuchen, ob sich die Wahrnehmung der einzelnen Kategorien durch die Befragten über einen längeren Zeitraum hinweg verändert. Zu realisieren wäre dieses Forschungshaben über eine mehrjährige Längsschnittstudie. Ein derartiges Forschungsdesign würde es der Vertrauensforschung ermöglichen, einen sich unter Umständen im Zeitverlauf ändernden Einfluss der ausgewählten Variablen auf die Transaktionsbereitschaft beobachten zu können. Hierdurch ließe sich zudem analysieren, inwiefern sich das Vertrauen in eine Aktie bzw. in ein Unternehmen über eine gewisse Zeit hinweg verstärken oder etwa nach einem Vertrauensbruch wiederherstellen lässt.<sup>776</sup> Da im Rahmen der vorliegenden Arbeit bekanntermaßen nur das „positive Vertrauen“ analysiert wurde, kann zu diesem Vertrauensaspekt keine Aussage getroffen werden.

---

<sup>776</sup> Vgl. zu dieser Diskussion bspw. NAQUIN, C. E./PAULSON, G. D. (2003), S. 116; PIELKEN, A. (2017), S. 225 f.; DIRKS, K. T./LEWICKI, R. J./ZAHEER, A. (2009), S. 79.

## 8 Thesenförmige Zusammenfassung

Ziel der vorliegenden Arbeit war es, die Entstehung und Wirkung von Vertrauen im Rahmen der Investitionsentscheidung professioneller Anleger aus dem Asset Management- bzw. Portfoliomanagement-Bereich zu analysieren. Hierzu wurde das Vertrauenskonstrukt zunächst aus theoretischer Sicht beleuchtet und dessen Bedeutung für den Kauf einer Aktie als spezielle Form der Vertrauensleistung herausgestellt. Im Anschluss erfolgte eine Vignettenanalyse, um die gewonnenen theoretischen Erkenntnisse empirisch überprüfen zu können. Nachstehend werden die zentralen Ergebnisse des theoretischen und des empirischen Teils der vorliegenden Arbeit thesenförmig zusammengefasst.

Zu den theoretischen Grundlagen des Vertrauenskonstrukts und zum Analysemodell der vorliegenden Arbeit:

- 1) Das Vertrauen eines professionellen Investors (Vertrauensgeber) im Rahmen des Aktienkaufs (Vertrauenshandlung) kann als die Bereitschaft definiert werden, sich ohne explizite Sicherungsmaßnahmen auf die wahrgenommenen Faktoren der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens zu verlassen, obwohl sich daraus für den Investor negative Konsequenzen in der Zukunft ergeben können. Die Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit erfolgt hierbei auf Basis von kognitiven und emotionalen Prozessen sowie Erfahrungen, die unmittelbar zuvor oder über einen längeren Zeitraum gesammelt wurden. Über einen längeren Zeitraum gesammelte Erfahrungen werden als generalisierte Erfahrungen bezeichnet und bilden die generelle Vertrauensdisposition bzw. -neigung eines professionellen Investors. Die Einschätzung, ob sich ein Unternehmen (Vertrauensnehmer) den Erwartungen entsprechend verhalten wird, ist somit einerseits von der generellen Vertrauensneigung bzw. der (positiven) Grundeinstellung abhängig. Andererseits hängt die Einschätzung von der selbst oder über Dritte durchgeführten Evaluation der Vertrauenswürdigkeit eines Vertrauensnehmers ab.
- 2) Die Einschätzung der Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens lässt sich grundsätzlich auch als Prinzipal-Agenten-Problem modellieren, da durch das Vertrauensmerkmal der risikanten Vorleistung ein impliziter Vertrag zwischen dem professionellen Investor und dem Unternehmen entsteht. Charakteristisch für diese Vertragsbeziehung ist, dass sich der Vertrauensgeber in seiner Rolle als Prinzipal mit Informationsnachteilen und daraus erwachsenden Verhaltensrisiken konfrontiert sieht. Denn der als Agent auftretende Vertrauensnehmer kann seine tatsächlichen Handlungsabsichten aufgrund seines Informationsvorsprungs

verbergen und sich opportunistisch verhalten. Aus dieser asymmetrischen Informationsverteilung ergeben sich wiederum Agency-Kosten, die sich durch die Platzierung von Vertrauen durch den Vertrauensgeber reduzieren lassen. Da der Prinzipal im Zuge der Platzierung von Vertrauen nicht davon ausgeht, dass sich der Agent opportunistisch verhalten wird, können zudem auch die mit den Problemen der *Adverse Selection*, des *Moral Hazard* und des *Hold Up* verbundenen Risiken reduziert werden, was letztlich zu einer erhöhten Bereitschaft des Investors führt, in die Aktie des Unternehmens zu investieren.

- 3) Unter Rationalitätsgesichtspunkten wird ein Investor dann Vertrauen platzieren, wenn der zu erwartende Nutzen der Vertrauensleistung einen positiven Wert aufweist. Die Entscheidung Vertrauen zu schenken ist allerdings mit Unsicherheit verbunden, da einerseits das tatsächliche Verhalten des Unternehmens nicht vollumfänglich absehbar ist. Andererseits stehen dem Investor nicht alle Informationen zur Verfügung, um die Motivation des Unternehmens absehen zu können, was auch auf die begrenzten Möglichkeiten der Informationsverarbeitung zurückzuführen ist. Vor diesem Hintergrund kann die Gewährung von Vertrauen bzw. eine auf Vertrauen basierende Entscheidung insofern als rational bezeichnet werden, als dass sie bewusst und zielgerichtet erfolgt. Für Investoren ist Vertrauen somit ein wichtiger Bestandteil der verfahrensmäßigen Rationalität.
- 4) Da sich die Rendite einer Aktie als wichtigste Produkteigenschaft nicht vollständig mit Hilfe von Such- und Erfahrungseigenschaften feststellen lässt, spielen leistungsübergreifende Informationssubstitute beim Aktienkauf eine besondere Rolle. Zu diesen Substituten zählt auch das Vertrauen eines Investors, da es dazu beiträgt, die aufgrund unvollständiger Informationen empfundene Unsicherheit zu überwinden. Vertrauen ersetzt hierbei Kenntnisse über ein Gut durch Kenntnisse bzgl. der Vertrauenswürdigkeit eines Marktakteurs oder einer Institution, wie z. B. einem Unternehmen. Die Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens wird wiederum anhand von situationsspezifischen und situationsunspezifischen Merkmalen beurteilt. Situationsspezifische Merkmale determinieren das ökonomische Vertrauen, situationsunspezifische bzw. personenspezifische Merkmale hingegen das soziologische Vertrauen eines professionellen Investors.
- 5) Das Analysemodell der vorliegenden Arbeit gründet auf der Annahme, dass das auf Basis der Faktoren Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität aufgebaute ökonomische Vertrauen den Kauf der Aktie eines Unternehmens begünstigt. Zudem wird angenommen, dass ein professioneller Investor im Rahmen seiner Investitionsentscheidung von personenspezifischen Faktoren direkt beeinflusst wird. Hierzu zählen seine generelle Vertrauensneigung, seine Berufserfahrung und die von ihm betreute Asset-Klasse.

- 6) Neben direkten Effekten auf die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors untersucht das Analysemodell der vorliegenden Arbeit insbesondere auch Wechselwirkungsbeziehungen. So bildet das Untersuchungsmodell moderierende Effekte der personenspezifischen Faktoren auf den Zusammenhang zwischen dem ökonomischen Vertrauen und der Transaktionsbereitschaft eines professionellen ab. Auf diese Weise wird überprüft, ob sich professionelle Investoren bei der Einschätzung der situativen Vertrauenswürdigkeit eines Interaktionspartners von personenspezifischen Faktoren, wie z. B. der generellen Vertrauensneigung, beeinflussen lassen.

Zu den empirischen Ergebnissen und Konsequenzen der Analyse:

- 1) Aus allen vier Determinanten der wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit, also die Faktoren Fähigkeit, Glaubwürdigkeit, Wohlwollen und Integrität, ergeben sich signifikante Effekte. Aus Sicht der ökonomischen Vertrauentheorie variiert die Wahrscheinlichkeit, dass ein Investor einem Unternehmen Vertrauen entgegenbringt aufgrund situativer Vertrauensanreize. Hierbei gehen in der Einzelbetrachtung die stärksten Effekte auf die situative Vertrauenserwartung eines professionellen Investors von der Glaubwürdigkeit und der Integrität eines Unternehmens aus. Werden die vier Faktoren hingegen als kognitive und emotionale Vertrauensmerkmale analysiert, so zeigt sich, dass die kognitiven Vertrauensmerkmale einen größeren Einfluss auf die situative Vertrauenserwartung bzw. das ökonomische Vertrauen haben.
- 2) Das ökonomische Vertrauen und die generelle Vertrauensneigung haben als Einzeleffekte jeweils einen signifikant positiven Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft eines professionellen Investors. Die Wahrscheinlichkeit für einen Aktienkauf sinkt signifikant, je größer die Berufserfahrung eines professionellen Investors ist. Hingegen lassen sich aus dem Einzeleffekt der betreuten Asset-Klasse keine signifikanten Ergebnisse feststellen.
- 3) Im Rahmen der Mehrebenenanalyse zeigte sich, dass der Zusammenhang zwischen ökonomischem Vertrauen und Transaktionsbereitschaft grundsätzlich in Abhängigkeit von personenspezifischen Faktoren variiert. Zurückzuführen ist die Variation zwischen den beiden Ebenen hierbei vor allem auf den moderierenden Effekt der Asset-Klasse.
- 4) Für die unter den personenspezifischen Faktoren gebildeten Interaktionen ergaben sich entgegengesetzte Effekte. So ließ sich einerseits für die Interaktion zwischen genereller Vertrauensneigung und Berufserfahrung nachweisen, dass die generelle Vertrauensneigung mit

- zunehmender Erfahrung eine immer geringere Rolle im Rahmen der Transaktionsentscheidung spielt. Andererseits zeigte sich für das Zusammenspiel aus genereller Vertrauensneigung und Asset-Klasse, dass die generelle Vertrauensneigung mit zunehmender Spezialisierung auf den Aktienbereich einen positiven Einfluss auf die Transaktionsbereitschaft hat.
- 5) Da die wahrgenommenen Faktoren der Vertrauenswürdigkeit auf die Investoren wirken, ist es für Anleger sinnvoll, über entsprechende Kenntnisse bzgl. der Funktionsweise des Vertrauensmechanismus zu verfügen. So könnte die Vertrauensthematik in Schulungen integriert werden, die sich mit der Strukturierung von Entscheidungsproblemen beschäftigen, um eine gewisse Sensibilisierung zu erreichen. Hierbei sollte allerdings nicht nur auf situative bzw. ökonomische Vertrauensanreize eingegangen werden, sondern auch die potentielle Wirkung der generellen Vertrauensneigung als situationsunabhängiger Einflussfaktor behandelt werden.
  - 6) Unternehmen sollten insbesondere für die Wirkung der beiden kognitiven Vertrauensankerpunkte „Fähigkeit“ und „Glaubwürdigkeit“ ein Bewusstsein entwickeln. Über diese beiden Vertrauensdeterminanten kann einem potentiellen Investor ein möglichst positives Bild über die Leistungsfähigkeit und den Leistungswillen des Unternehmens vermittelt werden. Eine entsprechende Vermittlung über das Aktienmarketing führt dann beim potentiellen Investor zu einer Entlastung im Rahmen des Informationsverarbeitungsprozesses, was letztlich den Aktienkauf begünstigt. Hierbei sollten allerdings keine überzogenen Erwartungen beim Investor geweckt werden, da sich diese negativ auf die wahrgenommene Vertrauenswürdigkeit eines Unternehmens auswirken, falls sie nicht erfüllt werden können.
  - 7) Vertrauen spielt eine wichtige Rolle im Rahmen des Investitionsentscheidungsprozesses professioneller Anleger aus dem Asset Management- bzw. Portfoliomanagement-Bereich. Entsprechende Studien, die sich mit der Entstehung und Wirkung von Vertrauen im genannten Befragtenkreis beschäftigen, stehen derzeit allerdings nur in geringem Umfang zur Verfügung. Die vorliegende Arbeit leistet einen Beitrag, die vorhandene Forschungslücke zu schließen. Da die Bedeutung von Vertrauen an den Kapitalmärkten aber weiterhin zunehmen wird, sind in der Zukunft weitere Forschungsvorhaben notwendig. Ein möglicher Anknüpfungspunkt an die vorliegende Arbeit besteht hierbei in der Internationalisierung der Studie und der damit verbundenen Vergrößerung des Stichprobenumfangs.

# Anhang

## Anlage 1: Anschreiben

Sehr geehrte Dame, sehr geehrter Herr,

für Ihre Bereitschaft an der nachfolgenden Studie teilzunehmen, möchte ich mich im Voraus herzlich bedanken. Die Studie ist Basis für meine Dissertation und hat das Ziel, das Vertrauensphänomen im Rahmen der Anlageentscheidung professioneller Investoren zu untersuchen.

Die Studie wird etwa 10 Minuten Ihrer Zeit beanspruchen und besteht aus zwei Teilen, einem Faktoriellen Survey und einem ergänzenden Fragebogen. Im Rahmen des Surveys schließen sich einer Ausgangssituation insgesamt vier verschiedene Szenarien mit jeweils zwei Fragen an, die von Ihnen beurteilt werden sollen.

Bitte versetzen Sie sich in die beschriebene Lage, die einer Situation Ihres Arbeitsalltags nachempfunden ist. Zudem bitte ich Sie, die Studie sorgfältig und vollständig zu bearbeiten, um eine entsprechende Verwertbarkeit sicherzustellen.

Als kleines Dankeschön für Ihre Beteiligung werden unter allen Teilnehmern drei Amazon-Gutscheine mit folgender Dotierung verlost:

1. Platz: 100 Euro
2. Platz: 50 Euro
3. Platz: 25 Euro

Auf dem zusätzlich beigefügten Formular können Sie Ihre Kontaktdaten hinterlassen, falls Sie an den Ergebnissen der Studie interessiert sind und an der Verlosung teilnehmen möchten. In jedem Falle bitte ich Sie, die beigefügte Einwilligungserklärung zur Datenerhebung zu beachten und zu unterschreiben.

Selbstverständlich werden Ihre Daten unter Beachtung der geltenden Datenschutzbestimmungen erhoben, verarbeitet und genutzt sowie für die Untersuchung anonymisiert und nicht an Dritte weitergegeben.

Nochmals vielen Dank für Ihre Unterstützung.

Mit freundlichen Grüßen

Philipp Greiner

## Anlage 2: Faktorieller Survey<sup>777</sup>

Würden Sie dem Unternehmen unter den geschilderten Bedingungen vertrauen und sich zu einem Kauf der Aktie entschließen?

### Bewertungsmaßstäbe:

#### Frage 1:

<i>Dem Unternehmen würde ich auf keinen Fall vertrauen.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Dem Unternehmen würde ich auf jeden Fall vertrauen.</i>
---	---	---	---	---	---	---	---	--

#### Frage 2:

<i>Ich würde die Aktie auf keinen Fall kaufen.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Ich würde die Aktie auf jeden Fall kaufen.</i>
--	---	---	---	---	---	---	---	---

### Ausgangssituation:

Für das von Ihnen gemanagte Portfolio besteht aktuell ein Investitionsbedarf im Aktienbereich in Höhe von 1,5 % des Portfoliogegehwerts. Sie haben das derzeitige Marktumfeld sowie die Investitionsmöglichkeiten analysiert und sind auf einen Aktien-Einzelwert – die Aktie der NEAP AG – aufmerksam geworden.

Der Aktientitel würde der Anlagestrategie des Portfolios sowie dem Marktview Ihres Hauses entsprechen. Zudem wird der Titel von den Analysten Ihres Hauses gecovert, so dass Sie einen Kauf in Betracht ziehen. Bevor Sie die Kauforder platzieren, nehmen Sie eine letzte Überprüfung des Titels vor und erhalten dabei die nachstehenden Informationen:

#### Szenario 1:

Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen nicht immer unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements umstritten.

Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als wenig treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erschwert.

Das Unternehmen ist am Wohlergehen vieler Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden als sehr wichtig angesehen. So fließen viele verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.

Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen häufig nicht mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals nur in geringem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.

#### Frage 1

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

#### Frage 2

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

<sup>777</sup> Es handelt sich hierbei um das erste Vignettenset. Die übrigen drei Vignettensets ergeben sich aus der in Abschnitt 5.2. beschriebenen Vorgehensweise zur Konstruktion des faktoriellen Surveys. Deshalb sind sie nicht Bestandteil des Anhangs.

**Szenario 2:**

Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen nicht immer unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements umstritten.

Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als sehr treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erleichtert.

Das Unternehmen ist am Wohlergehen nur weniger Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden nicht als sehr wichtig angesehen. So fließen nur wenige verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.

Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen nahezu immer mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals in hohem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.

**Frage 1**

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Frage 2**

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Szenario 3:**

Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements anerkannt.

Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als sehr treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erleichtert.

Das Unternehmen ist am Wohlergehen nur weniger Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden nicht als sehr wichtig angesehen. So fließen nur wenige verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.

Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen häufig nicht mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals nur in geringem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.

**Frage 1**

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Frage 2**

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Szenario 4:**

Das Unternehmen verfügt über ein Management, welches seine Kompetenzen vor allem in schwierigen Marktphasen unter Beweis stellen konnte. So sind die Fähigkeiten und Qualifikationen des Managements anerkannt.

Die von der NEAP AG in den letzten Quartalen abgegebenen Gewinnprognosen haben sich im Vergleich zu den berichteten Zahlen als wenig treffsicher herausgestellt. Auf dieser Basis wird die Einschätzung des künftigen Unternehmenserfolgs aktuell erschwert.

Das Unternehmen ist am Wohlergehen vieler Interessengruppen interessiert. Belange und Wünsche einer Vielzahl von Interessengruppen werden als sehr wichtig angesehen. So fließen viele verschiedene Interessen in die Entscheidungen der NEAP AG ein.

Die von der NEAP AG festgelegten Werte stimmen nahezu immer mit dem tatsächlichen unternehmerischen Handeln überein. Insbesondere Transparenz, Offenheit und Fairness prägen oftmals in hohem Maße die Geschäftstätigkeit des Unternehmens.

**Frage 1**

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Frage 2**

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

**Anlage 3: Fragebogen**

1) Wie alt sind Sie?

Jahre

\_\_\_\_\_

2) Sind Sie männlich oder weiblich?

männlich

weiblich

3) Welche Ausbildung haben Sie?

Bitte kreuzen Sie **alle** zutreffenden Antworten an.

Ausbildung zum Bankkaufmann/-frau

Studium an Bankakademie oder Fachhochschule

Studium der Betriebswirtschafts- oder Volkswirtschaftslehre an einer Universität

Studium der Naturwissenschaften oder Mathematik

Dokortitel der Wirtschaftswissenschaften

Dokortitel in einer anderen Disziplin

CFA, CIIA, andere Zusatzqualifikation

andere Art der beruflichen Ausbildung

andere Art der akademischen Ausbildung

4) Wie viele Jahre Berufserfahrung haben Sie?

Jahre

\_\_\_\_\_

5) Für welches Unternehmen arbeiten Sie?

\_\_\_\_\_

6) Welche Asset-Klasse betreuen Sie?

Bitte kreuzen Sie **alle** zutreffenden Antworten an.

Aktien

Renten

Geldmarkt

Immobilien

Rohstoffe

Währungen

alternative Investments

Multi-Asset

- 7) **Ganz allgemein gesprochen: Glauben Sie, dass man den meisten Menschen vertrauen kann, oder dass man im Umgang mit anderen Menschen nicht vorsichtig genug sein kann?**

<i>Man kann nicht vorsichtig genug sein.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Den meisten Menschen kann man vertrauen.</i>
--	---	---	---	---	---	---	---	---

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

- 8) **Glauben Sie, dass die meisten Menschen versuchen, Sie auszunutzen, wenn sie die Gelegenheit dazu haben, oder versuchen die meisten Menschen, sich fair zu verhalten?**

<i>Die meisten Menschen versuchen mich auszunutzen.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Die meisten Menschen versuchen sich fair zu verhalten.</i>
---	---	---	---	---	---	---	---	---

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

- 9) **Glauben Sie, dass die Menschen meistens versuchen hilfsbereit zu sein, oder dass die Menschen meistens auf den eigenen Vorteil bedacht sind?**

<i>Die Menschen sind meistens auf den eigenen Vorteil bedacht.</i>	1	2	3	4	5	6	7	<i>Die Menschen versuchen meistens hilfsbereit zu sein.</i>
--	---	---	---	---	---	---	---	---

Ihre Bewertung: \_\_\_\_\_

## Literaturverzeichnis

- ABELSON, ROBERT P. (1981), Psychological Status of the Script Concept, in: American Psychologist 1981, S. 715-729.
- ACHLEITNER, ANN-KRISTIN/BASSEN, ALEXANDER/FIESELER, CHRISTIAN (2008), Finanzkommunikation, in: Unternehmenskommunikation, hrsg. v. Miriam Meckel; Beat F. Schmid, 2. Aufl., Wiesbaden 2008, S. 261-288.
- ACHLEITNER, ANN-KRISTIN/BASSEN, ALEXANDER/PIETZSCH, LUISA (2001), Empirische Studien zu Investor Relations in Deutschland, in: Investor Relations am Neuen Markt, hrsg. v. Ann-Kristin Achleitner; Alexander Bassen, Stuttgart 2001, S. 23-59.
- ACHLEITNER, ANN-KRISTIN/BASSEN, ALEXANDER/PIETZSCH, LUISA/WICHELS, DANIEL (2002), Effiziente Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten, in: Finanz Betrieb 2002, S. 29-44.
- ACHROL, RAVI S./STERN, LOUIS W. (1988), Environmental Determinants of Decision-Making Uncertainty in Marketing Channels, in: Journal of Marketing Research 1988, S. 36-50.
- ACI - The Financial Markets Association (2015), The Model Code, <https://acifma.com/download-model-code> [Stand: 22.08.2019].
- ACOCK, ALAN C. (2018), A Gentle Introduction to Stata, 6. Aufl., College Station 2018.
- AGHION, PHILIPPE/ALGAN, YANN/CAHUC, PIERRE/SHLEIFER, ANDREI (2010), Regulation and Distrust, in: The Quarterly Journal of Economics 2010, S. 1015-1049.
- AGRESTI, ALAN (1990), Categorical Data Analysis, New York 1990.
- AGUINIS, HERMAN/GOTTFREDSON, RYAN K./CULPEPPER, STEVEN ANDREW (2013), Best-Practice Recommendations for Estimating Cross-Level Interaction Effects Using Multilevel Modeling, in: Journal of Management 2013, S. 1490-1528.
- AICHHOLZER, JULIAN (2017), Einführung in lineare Strukturgleichungsmodelle mit Stata, Wiesbaden 2017.
- AIKEN, K. DAMON/BOUSH, DAVID M. (2006), Trustmarks, Objective-Source Ratings, and Implied Investments in Advertising, in: Journal of the Academy of Marketing Science 2006, S. 308-323.
- AKERLOF, GEORGE A. (1970), The Market for „Lemons“, in: The Quarterly Journal of Economics 1970, S. 488-500.

- ALBACH, HORST (1980), Vertrauen in der ökonomischen Theorie, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 1980, S. 2-11.
- ALBACH, HORST (1991), Unternehmen im Wettbewerb, Wiesbaden 1991.
- ALCHIAN, ARMEN A./WOODWARD, SUSAN (1988), The Firm is Dead, in: Journal of Economic Literature 1988, S. 65-79.
- ALESINA, ALBERTO/LA FERRARA, ELIANA (2002), Who Trusts Others?, in: Journal of Public Economics 2002, S. 207-234.
- ALEXANDER, CHERYL S./BECKER, HENRY JAY (1978), The Use of Vignettes in Survey Research, in: Public Opinion Quarterly 1978, S. 93-104.
- ANDERSON, ERIN/WEITZ, BARTON (1989), Determinants of Continuity in Conventional Industrial Channel Dyads, in: Marketing Science 1989, S. 310-323.
- ANDERSON, JAMES C./NARUS, JAMES A. (1990), A Model of Distributor Firm and Manufacturer Firm Working Partnerships, in: Journal of Marketing 1990, S. 42-58.
- ANDERSON, ROLPH E./SRINIVASAN, SRINI S. (2003), E-Satisfaction and E-Loyalty, in: Psychology & Marketing 2003, S. 123-138.
- ARKES, HAL R./BLUMER, CATHERINE (1985), The Psychology of Sunk Cost, in: Organizational Behavior and Human Decision Processes 1985, S. 124-140.
- ARNOTT, DAVID C. (2007), Trust – Current Thinking and Future Research, in: European Journal of Marketing 2007, S. 981-987.
- ARROW, KENNETH J. (1972), Gifts and Exchanges, in: Philosophy & Public Affairs 1972, S. 343-362.
- ARROW, KENNETH J. (1974), The Limits of Organization, New York 1974.
- ARROW, KENNETH J. (1985), The Economics of Agency, in: Principals and Agents, hrsg. v. John W. Pratt; Richard J. Zeckhauser, Boston 1985, S. 37-51.
- ARZHEIMER, KAI (2016), Strukturgleichungsmodelle, Wiesbaden 2016.
- ASCH, SOLOMON E. (1987), Social Psychology, New York 1987.
- ATZMÜLLER, CHRISTIANE/STEINER, PETER M. (2010), Experimental Vignette Studies in Survey Research, in: Methodology - European Journal of Research Methods for the Behavioral and Social Sciences 2010, S. 128-138.

- ATZMÜLLER, CHRISTIANE/STEINER, PETER M. (2017), Was ist ein faktorieller Survey?, in: Ärztliche Werthaltungen gegenüber nichteinwilligungsfähigen Patienten, hrsg. v. Martin W. Schnell; Christian Schulz; Christiane Atzmüller; Christine Dunger, Wiesbaden 2017, S. 29-52.
- AUSPURG, KATRIN/ABRAHAM, MARTIN/HINZ, THOMAS (2009), Die Methodik des Faktoriellen Surveys in einer Paarbefragung, in: Klein aber fein!, hrsg. v. Peter Kriwy; Christiane Gross, Wiesbaden 2009, S. 179-210.
- AUSPURG, KATRIN/HINZ, THOMAS (2015), Factorial Survey Experiments, Thousand Oaks 2015.
- AUSPURG, KATRIN/HINZ, THOMAS/LIEBIG, STEFAN (2009), Komplexität von Vignetten, Lerneffekte und Plausibilität im Faktoriellen Survey, in: Methoden, Daten, Analysen - Zeitschrift für empirische Sozialforschung 2009, S. 59-96.
- AUSPURG, KATRIN/HINZ, THOMAS/LIEBIG, STEFAN/SAUER, CARSTEN (2009), Auf das Design kommt es an, in: Sozialwissenschaftlicher Fachinformationsdienst 2009, S. 23-39.
- BACKHAUS, KLAUS/ERICHSON, BERND/PLINKE, WULFF/WEIBER, ROLF (2016), Multivariate Analysemethoden, 14. Aufl., Berlin, Heidelberg 2016.
- BACKHAUS, KLAUS/VOETH, MARKUS (2014), Industriegütermarketing, 10. Aufl., München 2014.
- BAIER, DANIEL/BRUSCH, MICHAEL (2009), Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg 2009.
- BALDERJAHN, INGO/SCHOLDERER, JOACHIM (2007), Konsumentenverhalten und Marketing, Stuttgart 2007.
- BALLOCH, ADNAN/NICOLAE, ANAMARIA/PHILIP, DENNIS (2015), Stock Market Literacy, Trust, and Participation, in: Review of Finance 2015, S. 1925-1963.
- BAMBERG, GÜNTER/COENENBERG, ADOLF G./KRAPP, MICHAEL (2012), Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 15. Aufl., München 2012.
- BANZHAF, JÜRGEN/KUHNLE, HELMUT (2006), Bedeutung von Vertrauen am Kapitalmarkt, in: Vertrauen in Organisationen, hrsg. v. Klaus Götz, München, Mering 2006, S. 85-98.
- BARBER, BERNARD (1983), The Logic and Limits of Trust, New Brunswick 1983.
- BARTELT, ANDREAS (2002), Vertrauen in Zuliefernetzwerken, Wiesbaden 2002.

- BAUER, HANS H. (1991), Strategische Erfolgsfaktoren im Software-Marketing, in: Die Informationswirtschaft im Unternehmen, hrsg. v. Lutz J. Heinrich; Gustav Pomberger; Reinbert Schauer, Linz 1991, S. 223-251.
- BAYÓN, TOMÁS (1997), Neuere Mikroökonomie und Marketing, Wiesbaden 1997.
- BEA, FRANZ XAVER/GÖBEL, ELISABETH (2019), Organisation, 5. Aufl., München 2019.
- BECK, MICHAEL/OPP, KARL-DIETER (2001), Der faktorielle Survey und die Messung von Normen, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 2001, S. 283-306.
- BECKER, HANS PAUL/PEPPMEIER, ARNO (2018), Investition und Finanzierung, 8. Aufl., Wiesbaden 2018.
- BEHNKE, JOACHIM/BEHNKE, NATHALIE (2006), Grundlagen der statistischen Datenanalyse, Wiesbaden 2006.
- BEIMS, MARTIN (2017), Kontrolle ist gut, Vertrauen ist besser, <http://www.compliancemagazin.de/markt/hintergrund/aretas100317.html> [Stand: 28.12.2018].
- BERGSTRESSER, DANIEL/CHALMERS, JOHN M. R./TUFANO, PETER (2009), Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry, in: Review of Financial Studies 2009, S. 4129-4156.
- BHATTACHERJEE, ANOL (2002), Individual Trust in Online Firms, in: Journal of Management Information Systems 2002, S. 211-241.
- BINDER, ULRIKE/JÜNEMANN, MICHAEL/MERZ, FRIEDRICH/SINEWE, PATRICK (2007), Die Europäische Aktiengesellschaft (SE), Wiesbaden 2007.
- BITTL, ANDREAS (1997), Vertrauen durch kommunikationsintendiertes Handeln, Wiesbaden 1997.
- BITZ, MICHAEL/STARK, GUNNAR (2008), Finanzdienstleistungen, 8. Aufl., München 2008.
- BLOHM, HANS/LÜDER, KLAUS/SCHAEFER, CHRISTINA (2012), Investition, 10. Aufl., München 2012.
- BLOMMESTEIN, HANS J. (1998), Impact of Institutional Investors on Financial Markets, in: Institutional Investors in the new Financial Landscape, hrsg. v. Hans J. Blommestein; Norbert Funke, Paris 1998, S. 29-106.

- BLOMQUIST, KIRSIMARJA (1997), The many Faces of Trust, in: Scandinavian Journal of Management 1997, S. 271-286.
- BORTZ, JÜRGEN (2005), Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler, 6. Aufl., Heidelberg 2005.
- BOSSHARDT, CHRISTOPH (2001), Homo Confidens, Bern 2001.
- BOTTAZZI, LAURA/DA RIN, MARCO/HELLMANN, THOMAS (2016), The Importance of Trust for Investment, in: Review of Financial Studies 2016, S. 2283-2318.
- BRANT, ROLLIN (1990), Assessing Proportionality in the Proportional Odds Model for Ordinal Logistic Regression, in: Biometrics 1990, S. 1171-1178.
- BROSIUS, HANS-BERND/HAAS, ALEXANDER/KOSCHEL, FRIEDERIKE (2016), Methoden der empirischen Kommunikationsforschung, 7. Aufl., Wiesbaden 2016.
- BROWN, TOM J./DACIN, PETER A. (1997), The Company and the Product, in: Journal of Marketing 1997, S. 68-84.
- BRÜCKERHOFF, ALMUT (1982), Vertrauen, Münster 1982.
- BRUCKNER, BEATRICE K. (2016), Organisationales Vertrauen initiieren, Wiesbaden 2016.
- BRÜHL, ROLF (2016), Controlling, 4. Aufl., München 2016.
- BRÜHL, ROLF/HORCH, NILS/ORTH, MATTHIAS (2009), Vertrauen und Controlling, in: Perspektiven des Strategischen Controllings, hrsg. v. Marko Reimer; Stefanie Fiege, Wiesbaden 2009, S. 97-116.
- BRUNNBERG, DIRK (2018), Kapitalmarktkommunikation und Finanzanalysten, Wiesbaden 2018.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2018), Hinweise zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_091208\\_tatbestand\\_finanzportfolioverwaltung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html) [Stand: 19.02.2019].
- Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) (2019), BVI 2019, [https://www.bvi.de/uploads/tx\\_bvibcenter/BVI\\_5757\\_2019\\_Jahrbuch\\_2019\\_Gesamt\\_RZ\\_WEB.pdf](https://www.bvi.de/uploads/tx_bvibcenter/BVI_5757_2019_Jahrbuch_2019_Gesamt_RZ_WEB.pdf) [Stand: 13.01.2020].
- BUSKENS, VINCENT (1998), The Social Structure of Trust, in: Social Networks 1998, S. 265-289.

- BUSKENS, VINCENT/WEESIE, JEROEN (2016), An Experiment on the Effects of Embeddedness in Trust Situations, in: *Rationality and Society* 2016, S. 227-253.
- BUTLER, JOHN K. (1991), Toward Understanding and Measuring Conditions of Trust, in: *Journal of Management* 1991, S. 643-663.
- CARLIN, BRUCE IAN/DOROBANTU, FLORIN/VISWANATHAN, S. (2009), Public Trust, the Law, and Financial Investment, in: *Journal of Financial Economics* 2009, S. 321-341.
- CARLSON, BONNIE E. (1999), Student Judgements about Dating Violence, in: *Research in Higher Education* 1999, S. 201-220.
- CHIOU, JYH-SHEN/DROGE, CORNELIA/HANVANICH, SANGPHET (2016), Does Customer Knowledge Affect How Loyalty is Formed?, in: *Journal of Service Research* 2016, S. 113-124.
- CHITEJI, NGINA S./STAFFORD, FRANK P. (2000), Asset Ownership Across Generations, <https://www.psc.isr.umich.edu/pubs/pdf/rr00-454.pdf> [Stand: 22.01.2019].
- CLEFF, THOMAS (2015), *Deskriptive Statistik und Explorative Datenanalyse*, 3. Aufl., Wiesbaden 2015.
- CLOGG, CLIFFORD C./SHIHADDEH, EDWARD S. (1994), *Statistical Models for Ordinal Variables*, Thousand Oaks 1994.
- COASE, RONALD HARRY (1937), The Nature of the Firm, in: *Economica* 1937, S. 386-405.
- COCHRAN, WILLIAM G./COX, GERTRUDE M. (1957), *Experimental Designs*, 2. Aufl., New York 1957.
- COLEMAN, JAMES S. (1990), *Foundations of Social Theory*, Cambridge 1990.
- COLEMAN, JAMES S. (1991), *Grundlagen der Sozialtheorie*, München 1991.
- COLQUITT, JASON A./SCOTT, BRENT A./LEPINE, JEFFERY A. (2007), Trust, Trustworthiness, and Trust Propensity, in: *Journal of Applied Psychology* 2007, S. 909-927.
- COOK, JOHN/WALL, TOBY (1980), New Work Attitude Measures of Trust, Organizational Commitment and Personal Need Non-Fulfillment, in: *Journal of Occupational Psychology* 1980, S. 39-52.
- CRONBACH, LEE J. (1951), Coefficient Alpha and the Internal Structure of Tests, in: *Psychometrika* 1951, S. 297-334.

- CROSBY, LAWRENCE A./EVANS, KENNETH A./COWLES, DEBORAH (1990), Relationship Quality in Services Selling, in: *Journal of Marketing* 1990, S. 68-81.
- CROSON, RACHEL/BUCHAN, NANCY (1999), Gender and Culture, in: *The American Economic Review* 1999, S. 386-391.
- CUMMINGS, L. L./HARNETT, D. L./STEVENS, O. J. (1971), Risk, Fate, Conciliation and Trust, in: *Academy of Management Journal* 1971, S. 285-304.
- DARBY, MICHAEL R./KARNI, EDI (1973), Free Competition and the Optimal Amount of Fraud, in: *The Journal of Law & Economics* 1973, S. 67-88.
- DAS, T. K./TENG, BING-SHENG (2002), The Dynamics of Alliance Conditions in the Alliance Development Process, in: *Journal of Management Studies* 2002, S. 725-746.
- DAVIS, JAMES H./SCHOORMAN, F. DAVID/DONALDSON, LEX (1997), Toward a Stewardship Theory of Management, in: *The Academy of Management Review* 1997, S. 20-47.
- DAVIS, JAMES H./SCHOORMAN, F. DAVID/MAYER, ROGER C./TAN, HWEE HOON (2000), The Trusted General Manager and Business Unit Performance, in: *Strategic Management Journal* 2000, S. 563-576.
- DAXHAMMER, ROLF J./FACSAR, MÁTÉ (2017a), *Behavioral Finance*, 2. Aufl., Berlin 2017.
- DAXHAMMER, ROLF J./FACSAR, MÁTÉ (2017b), *Spekulationsblasen*, Berlin 2017.
- DE LA MOTTE, LAURA/CZERNOMORIEZ, JANNA/CLEMENS, MARIUS (2010), *Zur Vertrauensökonomik*, Potsdam 2010.
- DE LAAT, PAUL (1997), Research and Development Alliances, in: *The Formation of Inter-Organizational Networks*, hrsg. v. Mark Ebers, Oxford, New York 1997, S. 146-173.
- DE LEEUW, EDITH DESIREE/HOX, JOOP/HUISMAN, MARK (2003), Prevention and Treatment of Item Nonresponse, in: *Journal of Official Statistics* 2003, S. 153-176.
- DE VELLIS, ROBERT F. (1991), *Scale Development*, Newbury Park 1991.
- DECKER, REINHOLD/NEUHAUS, STEFAN (2006), Vertrauen im Dienstleistungsmarketing, in: *Konsumentenvertrauen*, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 181-192.
- DELHEY, JAN/NEWTON, KENNETH (2003), Who Trusts?, in: *European Societies* 2003, S. 93-137.

- DELHEY, JAN/NEWTON, KENNETH (2004), Determinanten sozialen Vertrauens, in: Zivilgesellschaft und Sozialkapital, hrsg. v. Ansgar Klein; Kristine Kern; Brigitte Geißel; Maria Berger, Wiesbaden 2004, S. 151-168.
- DEMARIS, ALFRED (2004), Regression with Social Data, Hoboken 2004.
- DEUTSCH, MORTON (1958), Trust and Suspicion, in: The Journal of Conflict Resolution 1958, S. 265-279.
- DEUTSCH, MORTON (1962), Cooperation and Trust: Some Theoretical Notes, in: Nebraska Symposium on Motivation, hrsg. v. Marshall R. Jones, Lincoln 1962, S. 275-319.
- DEUTSCH, MORTON (1973), The Resolution of Conflict, New Haven 1973.
- DEUTSCH, MORTON (1976), Konfliktregelung, München 1976.
- Deutsche Börse AG (2019), Listed Companies, <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/gelistete-unternehmen> [Stand: 24.02.2019].
- Deutsche Bundesbank (2017), Geld und Geldpolitik, Frankfurt am Main 2017.
- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) (2018), Deutsche Grundsätze für Finanzresearch, <https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/DGFR-2018-Oktober.pdf> [Stand: 15.08.2019].
- DIEHL, ULRIKE (2001), Investmentanalysten, in: Investor Relations am Neuen Markt, hrsg. v. Ann-Kristin Achleitner; Alexander Bassen, Stuttgart 2001, S. 397-420.
- DIEKMANN, ANDREAS/VOSS, THOMAS (2004), Die Theorie rationalen Handelns, in: Rational-Choice-Theorie in den Sozialwissenschaften, hrsg. v. Andreas Diekmann; Thomas Voss, München 2004, S. 13-29.
- DIRKS, KURT T./LEWICKI, ROY J./ZAHEER, AKBAR (2009), Repairing Relationships Within and Between Organizations, in: Academy of Management Review 2009, S. 68-84.
- DONEY, PATRICIA M./CANNON, JOSEPH P. (1997), An Examination of the Nature of Trust in Buyer-Seller Relationships, in: Journal of Marketing 1997, S. 35-51.
- DONEY, PATRICIA M./CANNON, JOSEPH P./MULLEN, MICHAEL R. (1998), Understanding the Influence of National Culture on the Development of Trust, in: The Academy of Management Review 1998, S. 601-620.

DÖRING, NICOLA/BORTZ, JÜRGEN (2016), *Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften*, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg 2016.

DRENGNER, JAN (2006), *Imagewirkungen von Eventmarketing*, 2. Aufl., Wiesbaden 2006.

DRILL, MICHAEL/HUBMANN, MICHAEL J. (2001), Anforderungen an die IR aus der Sicht einer Investmentbank, in: *Die Praxis der Investor-Relations*, hrsg. v. Klaus Rainer Kirchhoff; Manfred Piwinger, 2. Aufl., Neuwied 2001, S. 410-431.

DUGAR, AMITABH/NATHAN, SIVA (1995), The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations, in: *Contemporary Accounting Research* 1995, S. 131-160.

DÜLMER, HERMANN (2014), Vignetten, in: *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, hrsg. v. Nina Baur; Jörg Blasius, Wiesbaden 2014, S. 721-732.

DWYER, F. ROBERT/SCHURR, PAUL H./OH, SEJO (1987), Developing Buyer-Seller Relationships, in: *Journal of Marketing* 1987, S. 11-27.

EBERL, PETER (2003), *Vertrauen und Management*, Stuttgart 2003.

EBERS, MARK/GOTSCH, WILFRIED (2014), Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: *Organisationstheorien*, hrsg. v. Alfred Kieser; Mark Ebers, 7. Aufl., Stuttgart 2014, S. 195-255.

ECKSTEIN, PETER P. (2016), *Statistik für Wirtschaftswissenschaftler*, 5. Aufl., Wiesbaden 2016.

EGGERT, ANDREAS (2002), Der Einfluss elektronischer Medien auf Geschäftsbeziehungen, in: *Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis* 2002, S. 195-205.

EICHENLAUB, ANGELIKA (2010), *Vertrauensaufbau bei virtueller Kommunikation durch Ähnlichkeitswahrnehmung*, Wiesbaden 2010.

EID, MICHAEL/SCHMIDT, KATHARINA (2014), *Testtheorie und Testkonstruktion*, Göttingen 2014.

EIFLER, STEFANIE (2010), Validity of a Factorial Survey Approach to the Analysis of Criminal Behavior, in: *Methodology: European Journal of Research Methods for the Behavioral and Social Sciences* 2010, S. 139-146.

EINWILLER, SABINE (2003), *Vertrauen durch Reputation im elektronischen Handel*, Bamberg 2003.

- EINWILLER, SABINE/HERRMANN, ANDREAS/INGENHOFF, DIANA (2005), Vertrauen durch Reputation, in: Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis 2005, S. 24-40.
- EISEND, MARTIN (2003), Glaubwürdigkeit in der Marketingkommunikation, Wiesbaden 2003.
- EISENFÜHR, FRANZ/WEBER, MARTIN/LANGER, THOMAS (2010), Rationales Entscheiden, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg 2010.
- EISENHARDT, KATHLEEN M. (1989), Agency Theory, in: Academy of Management Review 1989, S. 57-74.
- ELLERMEIER, WOLFGANG/BÖSCHE, WOLFGANG (2010), Experimentelle Versuchspläne, in: Handbuch Statistik, Methoden und Evaluation, hrsg. v. Heinz Holling; Bernhard Schmitz, Göttingen 2010, S. 37-48.
- ENDREB, MARTIN (2012), Vertrauen und Misstrauen, in: Vertrauen und Kooperation in der Arbeitswelt, hrsg. v. Christian Schilcher; Mascha Will-Zocholl; Marc Ziegler, Wiesbaden 2012, S. 81-102.
- ENGEL, UWE/SCHMIDT, BJÖRN OLIVER (2014), Unit- und Item-Nonresponse, in: Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung, hrsg. v. Nina Baur; Jörg Blasius, Wiesbaden 2014, S. 331-348.
- ERHARD, WERNER/JENSEN, MICHAEL C. (2014), Putting Integrity into Finance, <https://www.nber.org/papers/w19986.pdf> [Stand: 11.02.2020].
- ESCH, FRANZ-RUDOLF/RUTENBERG, JAN (2006), Komplexitätsreduktion durch Vertrauen – kognitive Entlastung für Konsumenten, in: Konsumentenvertrauen, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 193-205.
- ESSER, HARTMUT (1990), „Habits“, „Frames“ und „Rational Choice“, in: Zeitschrift für Soziologie 1990, S. 231-247.
- ESSER, HARTMUT (1991), Die Rationalität des Alltagshandelns, in: Zeitschrift für Soziologie 1991, S. 430-445.
- ESSER, HARTMUT (1996), Die Definition der Situation, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 1996, S. 1-34.
- ESSER, HARTMUT (1999a), Soziologie - Allgemeine Grundlagen, 3. Aufl., Frankfurt am Main, New York 1999.

ESSER, HARTMUT (1999b), *Soziologie - Spezielle Grundlagen*, Frankfurt am Main, New York 1999.

European Social Survey (2016), *ESS Cumulative Data Wizard - Round 8*, <https://www.europeansocialsurvey.org/downloadwizard/> [Stand: 18.07.2019].

European Social Survey (2018), *Source Questionnaire*, [https://www.europeansocialsurvey.org/docs/round9/questionnaire/ESS9\\_source\\_questionnaires.pdf](https://www.europeansocialsurvey.org/docs/round9/questionnaire/ESS9_source_questionnaires.pdf) [Stand: 28.06.2019].

European Values Study (2018), *European Values Study 2017*, <https://europeanvaluesstudy.eu/methodology-data-documentation/survey-2017/1st-pre-release-evs-2017/documentation-survey-2017/> [Stand: 28.06.2019].

EUSTERMANN, PHILIPP (2010), *Behavioral Finance, Private Equity und Asset Price Bubbles*, Hamburg 2010.

EVANS, SPENCER C. et al. (2015), *Vignette Methodologies for Studying Clinicians' Decision-Making*, in: *International Journal of Clinical and Health Psychology* 2015, S. 160-170.

FAHRMEIR, LUDWIG/HAMERLE, ALFRED/TUTZ, GERHARD (1996), *Kategoriale und generalisierte lineare Regression*, in: *Multivariate statistische Verfahren*, hrsg. v. Ludwig Fahrmeir; Alfred Hamerle; Gerhard Tutz, 2. Aufl., Berlin 1996, S. 239-300.

FAMA, EUGENE F. (1970), *Efficient Capital Markets*, in: *The Journal of Finance* 1970, S. 383-417.

FAMA, EUGENE F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in: *Journal of Political Economy* 1980, S. 288-307.

FAMA, EUGENE F./JENSEN, MICHAEL C. (1983), *Agency Problems and Residual Claims*, in: *The Journal of Law & Economics* 1983, S. 327-349.

FARBER, DAVID B. (2005), *Restoring Trust after Fraud*, in: *Accounting Review* 2005, S. 539-561.

FENG, LEI/SEASHOLES, MARK (2005), *Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?*, in: *Review of Finance* 2005, S. 305-351.

FERBER, MARCO (2004), *Vertrauen in der Anlageentscheidung institutioneller Investoren*, Frankfurt am Main 2004.

FESTINGER, LEON (1970), *A Theory of Cognitive Dissonance*, Stanford 1970.

- FICHTNER, TANJA (2003), Vertrauen als Wettbewerbsfaktor in Austauschbeziehungen, in: Nachhaltige Unternehmensführung, hrsg. v. Rainer Leisten; Hans-Christian Krcal, Wiesbaden 2003, S. 183-211.
- FINCH, JANET (1987), The Vignette Technique in Survey Research, in: *Sociology* 1987, S. 105-114.
- FLADNITZER, MARLIESE (2006), Vertrauen als Erfolgsfaktor virtueller Unternehmen, Wiesbaden 2006.
- FLAHERTY, KAREN K./PAPPAS, JAMES M. (2000), The Role of Trust in Salesperson - Sales Manager Relationships, in: *Journal of Personal Selling & Sales Management* 2000, S. 271-278.
- FOITZIK, RAINER (2003), Weitere Finanzdienstleistungen, 2. Aufl., Karlsruhe 2003.
- FRAMBACH, HANS (2003), Vertrauen in der Neuen Institutionenökonomik, in: *Ökonomischer und soziologischer Institutionalismus*, hrsg. v. Michael Schmid; Andrea Maurer, Marburg 2003, S. 227-244.
- FRANCIONI, RETO (2006), Vorwort, in: *Praxishandbuch Börsengang*, hrsg. v. Deutsche Börse AG, Wiesbaden 2006, S. 5-6.
- FRANKE, GÜNTER/HAX, HERBERT (2009), Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Aufl., Berlin, Heidelberg 2009.
- FRIEDRICH, COLETTE (2005), Vertrauenswürdiges Verhalten von Transaktionspartnern, Wiesbaden 2005.
- FRINGS, CORNELIA (2010), Soziales Vertrauen, Wiesbaden 2010.
- FRITSCH, MICHAEL (2018), Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 10. Aufl., München 2018.
- FUKUYAMA, FRANCIS (1996), *Trust*, London u. a. 1996.
- GANESAN, SHANKAR (1994), Determinants of Long-Term Orientation in Buyer-Seller Relationships, in: *Journal of Marketing* 1994, S. 1-19.
- GANESAN, SHANKAR/HESS, RON (1997), Dimensions and Levels of Trust, in: *Marketing Letters* 1997, S. 439-448.
- GANTENBEIN, PASCAL/SPREMANN, KLAUS (2014), Zinsen, Anleihen, Kredite, 5. Aufl., München 2014.

- GARBARINO, ELLEN/JOHNSON, MARK S. (1999), The Different Roles of Satisfaction, Trust, and Commitment in Customer Relationships, in: *Journal of Marketing* 1999, S. 70-87.
- GARGIULO, MARTIN/ERTUG, GOKHAN (2006), The Dark Side of Trust, in: *Handbook of Trust Research*, hrsg. v. Reinhard Bachmann; Akbar Zaheer, Cheltenham, Northampton 2006, S. 165-186.
- GAUTSCHI, THOMAS (2010), Maximum-Likelihood Schätztheorie, in: *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, hrsg. v. Christof Wolf; Henning Best, Wiesbaden 2010, S. 205-235.
- GELBRICH, KATJA/MÜLLER, STEFAN/SCHNEIDER, INGO (2004), Grundzüge einer Theorie des Vertrauens, in: *Fundierung des Marketing*, hrsg. v. Klaus-Peter Wiedmann, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden 2004, S. 155-176.
- GELMAN, ANDREW/HILL, JENNIFER (2007), *Data Analysis Using Regression and Multilevel/Hierarchical Models*, Cambridge 2007.
- GENNAIOLI, NICOLA/SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT (2015), Money Doctors, in: *The Journal of Finance* 2015, S. 91-114.
- GEORGARAKOS, DIMITRIS/INDERST, ROMAN (2011), Financial Advice and Stock Market Participation, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1296.pdf> [Stand: 23.01.2019].
- GEORGARAKOS, DIMITRIS/PASINI, GIACOMO (2011), Trust, Sociability, and Stock Market Participation, in: *Review of Finance* 2011, S. 693-725.
- GERPOTT, TORSTEN J./MAHMUDOVA, ILAHA (2006), Ordinale Regression, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 2006, S. 495-498.
- GERYBADZE, ALEXANDER (2004), *Technologie- und Innovationsmanagement*, München 2004.
- GEYSKENS, INGE/STEENKAMP, JAN-BENEDICT E. M./KUMAR, NIRMALYA (1999), A Meta-Analysis of Satisfaction in Marketing Channel Relationships, in: *Journal of Marketing Research* 1999, S. 223-238.
- GIDDENS, ANTHONY (1996), *Konsequenzen der Moderne*, Frankfurt am Main 1996.
- GILBERT, DIRK ULRICH (2007), Vertrauen als Gegenstand der ökonomischen Theorie, in: *Zeitschrift für Management* 2007, S. 60-107.

- GILLEBEN, CHRISTOPH/MÜHLAU, PETER (1994), Grundzüge strukturell-individualistischer Theoriebildung, in: Rational Choice in der Politikwissenschaft, hrsg. v. Ulrich Druwe; Volker Kunz, Opladen 1994, S. 26-52.
- GLEIBNER, WERNER (2017), Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl., München 2017.
- GÖBEL, ELISABETH (2002), Neue Institutionenökonomik, Stuttgart 2002.
- GOLDSTEIN, HARVEY (2011), Multilevel Statistical Models, 4. Aufl., Chichester 2011.
- GÖSSMANN, WILHELM (1970), Glaubwürdigkeit im Sprachgebrauch, München 1970.
- GÖTTE, RÜDIGER (2001), Aktien, Anleihen, Futures, Optionen, Marburg 2001.
- GOULD, DINAH (1996), Using Vignettes to Collect Data for Nursing Research Studies, in: Journal of Clinical Nursing 1996, S. 207-212.
- GOULD, WILLIAM/PITBLADO, JEFFREY/SRIBNEY, WILLIAM (2006), Maximum Likelihood Estimation with Stata, 3. Aufl., College Station 2006.
- GRESCHUCHNA, LARISSA (2006), Vertrauen in der Unternehmensberatung, Wiesbaden 2006.
- GREVE, JENS/SCHNABEL, ANNETTE/SCHÜTZEICHEL, RAINER (2009), Das Makro-Mikro-Makro-Modell der soziologischen Erklärung – zur Einleitung, in: Das Mikro-Makro-Modell der soziologischen Erklärung, hrsg. v. Jens Greve; Annette Schnabel; Rainer Schützeichel, Wiesbaden 2009, S. 7-17.
- GRIESHOP, HENDRIK (2010), Kooperation von Controllerbereich und externem Rechnungswesen, Wiesbaden 2010.
- GROLL, MARCUS (2004), Koordination im Supply Chain Management, Wiesbaden 2004.
- GROVES, ROBERT M. et al. (2009), Survey Methodology, 2. Aufl., Hoboken 2009.
- GRUND, MICHAEL A. (1998), Interaktionsbeziehungen im Dienstleistungsmarketing, Wiesbaden 1998.
- GUERCIO, DIANE DEL/REUTER, JONATHAN/TKAC, PAULA A. (2010), Broker Incentives and Mutual Fund Market Segmentation, <https://www.nber.org/papers/w16312.pdf> [Stand: 24.01.2019].
- GUISSO, LUIGI (2010), A Trust-Driven Financial Crisis, [http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/13657/ECO\\_2010\\_07.pdf?sequence=3](http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/13657/ECO_2010_07.pdf?sequence=3) [Stand: 23.01.2019].

- GUIISO, LUIGI/SAPIENZA, PAOLA/ZINGALES, LUIGI (2004), The Role of Social Capital in Financial Development, in: *The American Economic Review* 2004, S. 526-556.
- GUIISO, LUIGI/SAPIENZA, PAOLA/ZINGALES, LUIGI (2008), Trusting the Stock Market, in: *The Journal of Finance* 2008, S. 2557-2600.
- GURUN, UMIT G./STOFFMAN, NOAH/YONKER, SCOTT E. (2018), Trust Busting, in: *Review of Financial Studies* 2018, S. 1341-1376.
- GUTENBERG, ERICH (1955), *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band II: Der Absatz*, Berlin u. a. 1955.
- GUTH, GORDON (2003), *Vertrauen im Internet*, Berlin 2003.
- HÄCKER, MIRKO/UNSER, MATTHIAS/WAGNER, WOLFGANG (2001), Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt, in: *Finanz Betrieb* 2001, S. 665-678.
- HÄDER, MICHAEL (2015), *Empirische Sozialforschung*, 3. Aufl., Wiesbaden 2015.
- HAHN, DIETGER (1999), Stand und Entwicklungstendenzen der strategischen Planung, in: *Strategische Unternehmensplanung - strategische Unternehmensführung*, hrsg. v. Dietger Hahn, 8. Aufl., Heidelberg 1999, S. 1-27.
- HAHS-VAUGHN, DEBBIE L. (2017), *Applied Multivariate Statistical Concepts*, New York, Abingdon 2017.
- HAIR, JOSEPH F. et al. (2006), *Multivariate Data Analysis*, 6. Aufl., Upper Saddle River 2006.
- HALLAHAN, TERRENCE A./FAFF, ROBERT W./MCKENZIE, MICHAEL D. (2004), An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance, in: *Financial Services Review* 2004, S. 57-78.
- HAMILTON, LAWRENCE C. (2013), *Statistics with Stata*, 8. Aufl., Boston 2013.
- HANDFIELD, ROBERT B./BECHTEL, CHRISTIAN (2002), The Role of Trust and Relationship Structure in Improving Supply Chain Responsiveness, in: *Industrial Marketing Management* 2002, S. 367-382.
- HARDIN, RUSSELL (1991), Trusting Persons, Trusting Institutions, in: *Strategy and Choice*, hrsg. v. Richard Zeckhauser, Cambridge 1991, S. 185-209.
- HARRIS, LLOYD C./GOODE, MARK M. H. (2004), The Four Levels of Loyalty and the Pivotal Role of Trust, in: *Journal of Retailing* 2004, S. 139-158.

- HART, OLIVER D. (1988), Incomplete Contracts and the Theory of the Firm, in: *Journal of Law, Economics, & Organization* 1988, S. 119-139.
- HART, OLIVER D. (2009), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford 2009.
- HEDEKER, DONALD (2008), Multilevel Models for Ordinal and Nominal Variables, in: *Handbook of Multilevel Analysis*, hrsg. v. Jan de Leeuw; Erik Meijer, New York 2008, S. 237-274.
- HEGNER, SABRINA (2012), *Die Relevanz des Vertrauens für das identitätsbasierte Management globaler Marken*, Wiesbaden 2012.
- HENNIG-THURAU, THORSTEN (1998), *Konsum-Kompetenz*, Frankfurt am Main 1998.
- HENSLIN, JAMES M. (1968), Trust and the Cab Driver, in: *Sociology and Everyday Life*, hrsg. v. Marcello Truzzi, Englewood Cliffs 1968, S. 138-158.
- HERBIG, PAUL/MILEWICZ, JOHN (1993), The Relationship of Reputation and Credibility to Brand Success, in: *Journal of Consumer Marketing* 1993, S. 18-24.
- HERMANN, ARNOLD/KIENDL, STEPHANIE/VAN OVERLOOP, PASCAL C. (2012), *Marketing*, München 2012.
- HERRMANN-PILLATH, CARSTEN/LIES, JAN J. (2001), Sozialkapital, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 2001, S. 362-366.
- HIGGINBOTTOM, GINA MARIE AWOKO (2004), Sampling Issues in Qualitative Research, in: *Nurse Researcher* 2004, S. 7-19.
- HILLE, CHRISTIAN (09.10.2018), Weiter Musik an den Märkten, [https://www.dws.com/globalassets/cio-view-assets/1116757/201810\\_cioview\\_quarterly\\_de.pdf](https://www.dws.com/globalassets/cio-view-assets/1116757/201810_cioview_quarterly_de.pdf) [Stand: 28.11.2019].
- HIRSCH, BERNHARD (2002), *Werte-Controlling*, Wiesbaden 2002.
- HIRSHLEIFER, J./RILEY, JOHN G. (1979), The Analytics of Uncertainty and Information, in: *Journal of Economic Literature* 1979, S. 1375-1421.
- HOLMSTRÖM, BENGT (1979), Moral Hazard and Observability, in: *The Bell Journal of Economics* 1979, S. 74-91.
- HOLZHEU, FRANZ (1987), Overcoming Uncertainty as a Fundamental Economic Problem, in: *Society and Uncertainty*, hrsg. v. Bayerische Rückversicherung AG, Karlsruhe 1987, S. 11-35.
- HOMBURG, CHRISTIAN/GIERING, ANNETTE (1996), Konzeptualisierung und Operationalisierung komplexer Konstrukte, in: *Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis* 1996, S. 5-24.

- HONG, HARRISON/KUBIK, JEFFREY D./STEIN, JEREMY C. (2004), Social Interaction and Stock-Market Participation, in: *The Journal of Finance* 2004, S. 137-163.
- HOOGHE, MARC/REESKENS, TIM/STOLLE, DIETLIND/TRAPPERS, ANN (2008), Ethnic Diversity and Generalized Trust in Europe, in: *Comparative Political Studies* 2008, S. 198-223.
- HOSMER, DAVID W./LEMESHOW, STANLEY/STURDIVANT, RODNEY X. (2013), *Applied Logistic Regression*, 3. Aufl., Hoboken 2013.
- HOSMER, LARUE TONE (1995), Trust, in: *The Academy of Management Review* 1995, S. 379-403.
- HOX, JOOP J. (2010), *Multilevel Analysis*, 2. Aufl., New York 2010.
- HOX, JOOP J./KREFT, ITA G. G./HERMKENS, PIET L. J. (2016), The Analysis of Factorial Surveys, in: *Sociological Methods & Research* 2016, S. 493-510.
- HOYER, WAYNE D./MACINNIS, DEBORAH J./PIETERS, RIK (2013), *Consumer Behavior*, 6. Aufl., Mason 2013.
- HOYOS, CARL GRAF (1987), Attitudes and Acceptance of Uncertain Situations, in: *Society and Uncertainty*, hrsg. v. Bayerische Rückversicherung AG, Karlsruhe 1987, S. 49-64.
- HUBER, FRANK (1999), *Spieltheorie und Marketing*, Wiesbaden 1999.
- HUGHES, RHIDIAN (1998), Considering the Vignette Technique and its Application to a Study of Drug Injecting and HIV Risk and Safer Behaviour, in: *Sociology of Health & Illness* 1998, S. 381-400.
- HÜLSBÖMER, ANDRÉ (2003), Strategisches Aktienmarketing (SAM), in: *Strategisches Aktienmarketing*, hrsg. v. André Hülsbömer; Bastian Frien, Frankfurt am Main 2003, S. 17-33.
- JACCARD, JAMES (2001), *Interaction Effects in Logistic Regression*, Thousand Oaks 2001.
- JACOB, FRANK (2003), Kundenintegrations-Kompetenz, in: *Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis* 2003, S. 83-98.
- JACOB, MICHAEL (2012), *Asset Management*, Wiesbaden 2012.
- JAGODZINSKI, WOLFGANG/MANABE, KAZUFUMI (2004), How to Measure Interpersonal Trust?, in: *ZA-Information* 2004, S. 85-98.
- JAMES, HARVEY S. (2002), The Trust Paradox, in: *Journal of Economic Behavior & Organization* 2002, S. 291-307.

- JANSSEN, JÜRGEN/LAATZ, WILFRIED (2017), *Statistische Datenanalyse mit SPSS*, 9. Aufl., Berlin, Heidelberg 2017.
- JÄPEL, WERNER (1985), *Die Qualität alternativer Rating-Formen und ihre Einflussgrößen*, Regensburg 1985.
- JASSO, GUILLERMINA (2006), *Factorial Survey Methods for Studying Beliefs and Judgments*, in: *Sociological Methods & Research* 2006, S. 334-423.
- JASSO, GUILLERMINA/OPP, KARL-DIETER (1997), *Probing the Character of Norms*, in: *American Sociological Review* 1997, S. 947-964.
- JEFFRIES, FRANK L./REED, RICHARD (2000), *Trust and Adaptation in Relational Contracting*, in: *The Academy of Management Review* 2000, S. 873-882.
- JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H. (1976), *Theory of the Firm*, in: *Journal of Financial Economics* 1976, S. 305-360.
- JOHNSON, DEVON/GRAYSON, KENT (2005), *Cognitive and Affective Trust in Service Relationships*, in: *Journal of Business Research* 2005, S. 500-507.
- JONES, THOMAS M. (1995), *Instrumental Stakeholder Theory*, in: *Academy of Management Review* 1995, S. 404-437.
- JOST, PETER-J. (2001), *Der Transaktionskostenansatz im Unternehmenskontext*, in: *Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre*, hrsg. v. Peter-J. Jost; Dorothea Alewell, Stuttgart 2001, S. 9-34.
- KAAS, KLAUS PETER (1995), *Informationsökonomik*, in: *Handwörterbuch des Marketing*, hrsg. v. Bruno Tietz; Richard Köhler; Joachim Zentes, 2. Aufl., Stuttgart 1995, S. 971-981.
- KAISER, HENRY F./RICE, JOHN (1974), *Little Jiffy, Mark IV*, in: *Educational and Psychological Measurement* 1974, S. 111-117.
- KAISER, JÜRGEN (1990), *Banken und institutionelle Investoren*, Bern, Stuttgart 1990.
- KATER, ULRICH (2011), *Vertrauen - Rohstoff der Finanzmärkte*, in: *Vertrauen*, hrsg. v. Karlheinz Sonntag 2011, S. 91-105.
- KEE, HERBERT W./KNOX, ROBERT E. (1970), *Conceptual and Methodological Considerations in the Study of Trust and Suspicion*, in: *The Journal of Conflict Resolution* 1970, S. 357-366.
- KELLEY, HAROLD H. (1971), *Attribution in Social Interaction*, New York 1971.

- KENNING, PETER (2002), *Customer Trust Management*, Wiesbaden 2002.
- KENNING, PETER/BLUT, MARKUS (2006), *Vertrauen*, in: *Konsumentenvertrauen*, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 3-15.
- KIENER, STEFAN (1990), *Die Principal-Agent-Theorie aus informationsökonomischer Sicht*, Heidelberg 1990.
- KIM, DAN J./FERRIN, DONALD L./RAO, H. RAGHAV (2008), *A Trust-Based Consumer Decision-Making Model in Electronic Commerce*, in: *Decision Support Systems* 2008, S. 544-564.
- KIRCHGEORG, MANFRED (2019), *Akquisitorisches Potenzial*, <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/akquisitorisches-potenzial-29214/version-252827> [Stand: 28.01.2019].
- KIRCHHOFF, KLAUS RAINER (2006), *Equity Story und Positionierung*, in: *Praxishandbuch Börsengang*, hrsg. v. Deutsche Börse AG, Wiesbaden 2006, S. 217-236.
- KIRCHHOFF, KLAUS RAINER (2009), *Grundlagen der IR*, in: *Praxishandbuch Investor Relations*, hrsg. v. Klaus Rainer Kirchhoff; Manfred Piwinger, 2. Aufl., Wiesbaden 2009, S. 35-61.
- KIRK, ROGER E. (2013), *Experimental Design*, 4. Aufl., Thousand Oaks 2013.
- KIRSCH, WERNER/SEIDL, DAVID/VAN AAKEN, DOMINIK (2007), *Betriebswirtschaftliche Forschung*, Stuttgart 2007.
- KLAUS, ERICH (2002), *Vertrauen in Unternehmensnetzwerken*, Wiesbaden 2002.
- KÖBLER, GERHARD (1995), *Etymologisches Rechtswörterbuch*, Tübingen 1995.
- KOHLER, ULRICH/KREUTER, FRAUKE (2017), *Datenanalyse mit Stata*, 5. Aufl., Berlin, Boston 2017.
- KÖHNKEN, GÜNTER (1990), *Glaubwürdigkeit*, München 1990.
- KOLLER, EDELTRAUD (2017), *Moralisches Fehlverhalten wider besseres Wissen?*, in: *Ethik von Banken und Finanzen*, hrsg. v. Manfred Stüttgen, Baden-Baden 2017, S. 335-353.
- KOLLER, MICHAEL (1988), *Risk as a Determinant of Trust*, in: *Basic & Applied Social Psychology* 1988, S. 265-276.
- KOLLER, MICHAEL (1997), *Psychologie interpersonalen Vertrauens*, in: *Interpersonales Vertrauen*, hrsg. v. Martin K. W. Schweer, Opladen, Wiesbaden 1997, S. 13-26.

- KOLLMANN, TOBIAS/KUCKERTZ, ANDREAS (2009), Zur Dynamik von Such-, Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften in komplexen Transaktionsprozessen, in: Zeitschrift für Management 2009, S. 53-74.
- KOOT, CHRISTIAN (2005), Kundenloyalität, Kundenbindung und Kundenbindungspotential, München 2005.
- KOPP, JOHANNES/LOIS, DANIEL (2014), Sozialwissenschaftliche Datenanalyse, 2. Aufl., Wiesbaden 2014.
- KORNIOTIS, GEORGE M./KUMAR, ALOK (2011), Do Older Investors Make Better Investment Decisions?, in: Review of Economics & Statistics 2011, S. 244-265.
- KOSTOVETSKY, LEONARD (2016), Whom Do You Trust?, in: Review of Financial Studies 2016, S. 898-936.
- KRAFFT, MANFRED (1997), Der Ansatz der Logistischen Regression und seine Interpretation, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1997, S. 625-642.
- KROEBER-RIEL, WERNER/GRÖPPEL-KLEIN, ANDREA (2013), Konsumentenverhalten, 10. Aufl., München 2013.
- KRYSTEK, ULRICH (1999), Vertrauen als Basis erfolgreicher strategischer Unternehmensführung, in: Strategische Unternehmensplanung - strategische Unternehmensführung, hrsg. v. Dietger Hahn, 8. Aufl., Heidelberg 1999, S. 266-288.
- KUBICEK, HERBERT (1975), Empirische Organisationsforschung, Stuttgart 1975.
- KUBICEK, HERBERT (1977), Heuristische Bezugsrahmen und heuristisch angelegte Forschungsdesigns als Elemente einer Konstruktionsstrategie empirischer Forschung, in: Empirische und handlungstheoretische Forschungskonzeptionen in der Betriebswirtschaftslehre, hrsg. v. Richard Köhler, Stuttgart 1977, S. 3-36.
- KUNZ, JENNIFER (2014), Vignettenbasierte Experimente, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium 2014, S. 471-477.
- KUNZ, VOLKER (1997), Theorie rationalen Handelns, Opladen 1997.
- KUNZ, VOLKER (2004a), Rational Choice, Frankfurt am Main 2004.
- KUNZ, VOLKER (2004b), Soziales Vertrauen, in: Deutschland in Europa, hrsg. v. Jan W. van Deth, Wiesbaden 2004, S. 201-227.

- KURY, MAX (2014), Abgabe von Rechenschaft zum Wiederaufbau von Vertrauen, Lohmar, Köln 2014.
- KUß, ALFRED/TOMCZAK, TORSTEN (2007), Käuferverhalten, 4. Aufl., Stuttgart 2007.
- KÜSTER-ROHDE, FRANZISKA (2010), Die Wirkung von Glaubwürdigkeit in der Marketingkommunikation, Wiesbaden 2010.
- KWON, IK-WHAN G./SUH, TAEWON (2004), Factors Affecting the Level of Trust and Commitment in Supply Chain Relationships, in: Journal of Supply Chain Management 2004, S. 4-14.
- LAHNO, BERND (2002), Der Begriff des Vertrauens, Paderborn 2002.
- LÄMSÄ, ANNA-MAIJA/PUČĚTAITĚ, RAMINTA (2006), Development of Organizational Trust among Employees from a Contextual Perspective, in: Business Ethics: A European Review 2006, S. 130-141.
- LANGER, GUNNER (2011), Unternehmen und Nachhaltigkeit, Wiesbaden 2011.
- LANGER, WOLFGANG (2009), Mehrebenenanalyse, 2. Aufl., Wiesbaden 2009.
- LANGLEY, G. ROSS/TRITCHLER, DAVID L./LLEWELLYN-THOMAS, HILARY A./TILL, JAMES E. (1991), Use of Written Cases to Study Factors Associated with Regional Variations in Referral Rates, in: Journal of Clinical Epidemiology 1991, S. 391-402.
- LAUX, HELMUT/GILLENKIRCH, ROBERT M./SCHENK-MATHES, HEIKE Y. (2018), Entscheidungstheorie, 10. Aufl., Berlin 2018.
- LESMEISTER, SIMON/LIMBACH, PETER/GOERGEN, MARC (2019), Trust and Shareholder Voting, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3216765&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3216765&download=yes) [Stand: 11.02.2020].
- LEWICKI, ROY J./BUNKER, BARBARA BENEDICT (1995), Trust in Relationships, in: Conflict, Cooperation, and Justice, hrsg. v. Barbara Benedict Bunker; Jeffrey Z. Rubin, San Francisco 1995, S. 133-173.
- LEWICKI, ROY J./MCALLISTER, DANIEL J./BIES, ROBERT J. (1998), Trust and Distrust, in: The Academy of Management Review 1998, S. 438-458.
- LEWIS, J. DAVID/WEIGERT, ANDREW (1985), Trust as a Social Reality, in: Social Forces 1985, S. 967-985.
- LICHARZ, ELMAR-MARIUS (2002), Vertrauen in B2C, Lohmar, Köln 2002.

- LINDENBERG, SIEGWART (2000), It Takes Both Trust and Lack of Mistrust, in: *Journal of Management & Governance* 2000, S. 11-33.
- LINDMAYER, KARL H. (2009), *Geldanlage und Steuer* 2009, Wiesbaden 2009.
- LINK, RAINER (1991), *Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften*, Wiesbaden 1991.
- LINS, KARL V./SERVAES, HENRI/TAMAYO, ANE (2017), Social Capital, Trust, and Firm Performance, in: *The Journal of Finance* 2017, S. 1785-1824.
- LIST, JOHN A. (2003), Does Market Experience Eliminate Market Anomalies?, in: *The Quarterly Journal of Economics* 2003, S. 41-71.
- LIU, XIAN (2016a), *Methods and Applications of Longitudinal Data Analysis*, London 2016.
- LIU, XING (2009), Ordinal Regression Analysis, in: *Journal of Modern Applied Statistical Methods* 2009, S. 632-642.
- LIU, XING (2016b), *Applied Ordinal Logistic Regression Using Stata*, Thousand Oaks 2016.
- LIU, XING/KOIRALA, HARI (2012), Ordinal Regression Analysis, in: *Journal of Modern Applied Statistical Methods* 2012, S. 242-254.
- LIU, XING/KOIRALA, HARI (2013), Fitting Proportional Odds Models to Educational Data with Complex Sampling Designs in Ordinal Logistic Regression, in: *Journal of Modern Applied Statistical Methods* 2013, S. 235-248.
- LONG, J. SCOTT (1997), *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*, Thousand Oaks 1997.
- LONG, J. SCOTT/FREESE, JEREMY (2014), *Regression Models for Categorical Dependent Variables Using Stata*, 3. Aufl., College Station 2014.
- LORBEER, ALEXANDER (2003), *Vertrauensbildung in Kundenbeziehungen*, Wiesbaden 2003.
- LÜBKE, CHRISTIANE (2018), *Intergenerationale Transmission subjektiver Arbeitsplatzunsicherheit*, Wiesbaden 2018.
- LUCKMANN, THOMAS (1992), *Theorie des sozialen Handelns*, Berlin 1992.
- LÜDEMANN, CHRISTIAN (1998), Das Makro-Mikro-Makro-Modell von James S. Coleman, in: *Norm, Herrschaft und Vertrauen*, hrsg. v. Hans-Peter Müller; Michael Schmid, Opladen, Wiesbaden 1998, S. 157-179.

- LUHMANN, NIKLAS (1988), Familiarity, Confidence, Trust, in: Trust, hrsg. v. Diego Gambetta, Oxford 1988, S. 94-107.
- LUHMANN, NIKLAS (2014), Vertrauen, 5. Aufl., Konstanz, München 2014.
- LUNZA, MARILYN LEWIS (1990), A Methodological Approach to Enhance External Validity in Simulation Based Research, in: Issues in Mental Health Nursing 1990, S. 407-422.
- MAAS, CORA J. M./HOX, JOOP J. (2004), Robustness Issues in Multilevel Regression Analysis, in: Statistica Neerlandica 2004, S. 127-137.
- MACHARZINA, KLAUS/WOLF, JOACHIM (2018), Unternehmensführung, 10. Aufl., Wiesbaden 2018.
- MARKOWITZ, HARRY (1952), Portfolio Selection, in: The Journal of Finance 1952, S. 77-91.
- MATTHES, ALEXANDRA (2007), Die Wirkung von Vertrauen auf die Ex-Post-Transaktionskosten in Kooperation und Hierarchie, Wiesbaden 2007.
- MAYER, NADINE (2018), Financial Capability in der Kunde-Bank-Beziehung, Wiesbaden 2018.
- MAYER, ROGER C./DAVIS, JAMES H. (1999), The Effect of the Performance Appraisal System on Trust for Management, in: Journal of Applied Psychology 1999, S. 123-136.
- MAYER, ROGER C./DAVIS, JAMES H./SCHOORMAN, F. DAVID (1995), An Integrative Model of Organizational Trust, in: The Academy of Management Review 1995, S. 709-734.
- MCCLELLAND, DAVID C. (1961), The Achieving Society, New York 1961.
- MCCULLAGH, PETER (1980), Regression Models for Ordinal Data, in: Journal of the Royal Statistical Society 1980, S. 109-142.
- MCKNIGHT, D. HARRISON/CHERVANY, NORMAN L. (2002), What Trust Means in E-Commerce Customer Relationships, in: International Journal of Electronic Commerce 2002, S. 35-59.
- MCKNIGHT, D. HARRISON/CHOUDHURY, VIVEK/KACMAR, CHARLES (2002), Developing and Validating Trust Measures for E-Commerce, in: Information Systems Research 2002, S. 334-359.
- MCKNIGHT, D. HARRISON/CUMMINGS, LARRY L./CHERVANY, NORMAN L. (1998), Initial Trust Formation in New Organizational Relationships, in: The Academy of Management Review 1998, S. 473-490.

- MCKNIGHT, HARRISON/KACMAR, CHUCK/CHOUDHURY, VIVEK (2002), Whoops...Did I Use the Wrong Concept to Predict E-Commerce Trust?, in: Proceedings of the 36th Hawaii International Conference on System Sciences 2002, S. 1-10.
- MEIER, BERND (2005), Wirtschaftsfaktor Vertrauen, Köln 2005.
- MEIFERT, MATTHIAS (2003), Vertrauensmanagement in Unternehmen, 2. Aufl., München 2003.
- MENGEN, ANDREAS (1993), Konzeptgestaltung von Dienstleistungsprodukten, Stuttgart 1993.
- METZLER, LEONHARD VON (2019), Private Banking für Unternehmer aus der Perspektive einer Privatbank, in: Private Banking und Wealth Management, hrsg. v. Heike Brost; Martin Faust; Wolfgang J. Reitinger, 3. Aufl., Wiesbaden 2019, S. 197-213.
- MIEBACH, BERNHARD (2014), Soziologische Handlungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 2014.
- MOLINA-MORALES, F. XAVIER/MARTÍNEZ-FERNÁNDEZ, M. TERESA/TORLÒ, VANINA JASMINE (2011), The Dark Side of Trust, in: Long Range Planning 2011, S. 118-133.
- MÖLLER, HEIDI (2012), Vertrauens- und Misstrauenskulturen in Organisationen, in: Vertrauen in Organisationen, hrsg. v. Heidi Möller, Wiesbaden 2012, S. 13-27.
- MÖLLERING, GUIDO/SYDOW, JÖRG (2006), Organisationen vertrauen, in: Konsumentenvertrauen, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 63-75.
- MONDELLO, ENZO (2013), Portfoliomanagement, Wiesbaden 2013.
- MOORMAN, CHRISTINE/DESHPANDÉ, ROHIT/ZALTMAN, GERALD (1993), Factors Affecting Trust in Market Research Relationships, in: Journal of Marketing 1993, S. 81-101.
- MOORMAN, CHRISTINE/ZALTMAN, GERALD/DESHPANDE, ROHIT (1992), Relationships between Providers and Users of Market Research, in: Journal of Marketing Research 1992, S. 314-328.
- MORGAN, ROBERT M./HUNT, SHELBY D. (1994), The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing, in: Journal of Marketing 1994, S. 20-38.
- MORIN, ROGER A./FERNANDEZ SUAREZ, A. (1983), Risk Aversion Revisited, in: The Journal of Finance 1983, S. 1201-1216.
- MUKHERJEE, AVINANDAN/NATH, PRITHWIRAJ (2003), A Model of Trust in Online Relationship Banking, in: International Journal of Bank Marketing 2003, S. 5-15.
- MÜLLER, HARALD (2007), Unternehmenswert im Spannungsfeld von Investorenvertrauen und Kapitalmarkttheorie, Berlin 2007.

- MÜLLER, STEFAN/WÜNSCHMANN, STEFAN (2004), *Markenvertrauen*, Dresden 2004.
- NAQUIN, CHARLES E./PAULSON, GAYLEN D. (2003), Online Bargaining and Interpersonal Trust, in: *Journal of Applied Psychology* 2003, S. 113-120.
- NAROWSKI, CLAUS (1974), *Vertrauen: Begriffsanalyse und Operationalisierungsversuch*, Tübingen 1974.
- NAWRATIL, UTE (1997), *Glaubwürdigkeit in der sozialen Kommunikation*, Wiesbaden 1997.
- NELSON, PHILLIP (1970), Information and Consumer Behavior, in: *Journal of Political Economy* 1970, S. 311-329.
- NEUMAIER, MARIA (2010), *Vertrauen im Entscheidungsprozess*, Wiesbaden 2010.
- NEUMANN, MARCUS M. (2007), *Konsumentenvertrauen*, Wiesbaden 2007.
- NEZLEK, JOHN B. (2008), An Introduction to Multilevel Modeling for Social and Personality Psychology, in: *Social and Personality Psychology Compass* 2008, S. 842-860.
- NICOLAISEN, CHRISTIAN (2018), zeb-Studie 2018, <https://www.private-banking-magazin.de/zeb-studie-2018-margen-im-private-banking-sinken-auf-kritisches-niveau> [Stand: 13.01.2020].
- NIESSEN-RUENZI, ALEXANDRA/RUENZI, STEFAN (2018), Fearless Girls?, [https://fondsfrauen.de/wp-content/uploads/2018/01/ff\\_fearless-girls\\_2018-PublicVersion.pdf](https://fondsfrauen.de/wp-content/uploads/2018/01/ff_fearless-girls_2018-PublicVersion.pdf) [Stand: 13.08.2019].
- NITZL, CHRISTIAN (2012), *Vertrauen zwischen Manager und Controller*, Hamburg 2012.
- NÖLLKE, MATTHIAS (2009), *Vertrauen*, München 2009.
- NOOTEBOOM, BART (2002), *Trust*, Cheltenham 2002.
- NUNNALLY, JUM C./BERNSTEIN, IRA H. (2010), *Psychometric Theory*, 3. Aufl., New York 2010.
- O'CONNELL, ANN A. (2006), *Logistic Regression Models for Ordinal Response Variables*, Thousand Oaks 2006.
- OEHLER, ANDREAS (1995), *Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger*, Stuttgart 1995.
- OPP, KARL-DIETER (1991), Das Modell rationalen Verhaltens, in: *Wissenschaftstheorie und Wissenschaften*, hrsg. v. Hardy Bouillon; Gunnar Andersson, Berlin 1991, S. 105-124.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2001), *Institutional Investors Statistical Yearbook 2001*, Paris 2001.

- OSTERLOH, MARGIT/WEIBEL, ANTOINETTE (2006), Investition Vertrauen, Wiesbaden 2006.
- PARKHE, ARVIND/MILLER, STEWART R. (2000), The Structure of Optimal Trust, in: Academy of Management Review 2000, S. 10-11.
- PAXTON, PAMELA (1999), Is Social Capital Declining in the United States?, in: American Journal of Sociology 1999, S. 88-127.
- PELZMANN, LINDA (2005), Vertrauen in Geschäftsbeziehungen, in: Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik – Reputation und Vertrauen, hrsg. v. Martin Held; Gisela Kubon-Gilke; Richard Sturm, Marburg 2005, S. 207-229.
- PERRIDON, LOUIS/STEINER, MANFRED/RATHGEBER, ANDREAS W. (2016), Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Aufl., München 2016.
- PETERMANN, FRANZ (2013), Psychologie des Vertrauens, 4. Aufl., Göttingen 2013.
- PETERMANN, SÖREN (2005), Der Rational-Choice-Ansatz, in: Moderne Organisationstheorien, hrsg. v. Elke Weik; Rainhart Lang, 2. Aufl., Wiesbaden 2005, S. 63-93.
- PETERS, MALTE L. (2008), Vertrauen in Wertschöpfungspartnerschaften zum Transfer von rezentivem Wissen, Wiesbaden 2008.
- PETERSEN, THOMAS (1989), Optimale Anreizsysteme, Wiesbaden 1989.
- PICOT, ARNOLD (1991), Ökonomische Theorien der Organisation, in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, hrsg. v. Dieter Ordelheide; Bernd Rudolph; Elke Büsselmann, Stuttgart 1991, S. 143-170.
- PICOT, ARNOLD et al. (2012), Organisation, 6. Aufl., Stuttgart 2012.
- PICOT, ARNOLD/REICHWALD, RALF/WIGAND, ROLF T. (2003), Die grenzenlose Unternehmung, 5. Aufl., Wiesbaden 2003.
- PIELKEN, ADRIAN (2017), Vertrauen zwischen Banken und Krisenunternehmen in der Sanierung, Wiesbaden 2017.
- PLANK, RICHARD E./REID, DAVID A./PULLINS, ELLEN BOLMAN (1999), Perceived Trust in Business-to-Business Sales, in: Journal of Personal Selling & Sales Management 1999, S. 62-72.
- PLÖTNER, OLAF (1995), Das Vertrauen des Kunden, Wiesbaden 1995.
- PREISENDÖRFER, PETER (1995), Vertrauen als soziologische Kategorie, in: Zeitschrift für Soziologie 1995, S. 263-272.

- PRONER, HANNA (2011), *Ist keine Antwort auch eine Antwort?*, Wiesbaden 2011.
- RAAB, WOLFGANG (2019), *Grundlagen des Investmentfondsgeschäftes*, 7. Aufl., Wiesbaden 2019.
- RABE, CHRISTINA (2005), *Erwartungsmanagement bei innovativen Kommunikationsdiensten*, Wiesbaden 2005.
- RAUDENBUSH, STEPHEN W./BRYK, ANTHONY S. (2002), *Hierarchical Linear Models*, 2. Aufl., Thousand Oaks 2002.
- REES, RAY (1985), *The Theory of Principal and Agent*, in: *Bulletin of Economic Research* 1985, S. 3-26.
- REESKENS, TIM/HOOGHE, MARC (2008), *Cross-Cultural Measurement Equivalence of Generalized Trust*, in: *Social Indicators Research* 2008, S. 515-532.
- REINMUTH, MARCUS (2009), *Vertrauen und Wirtschaftssprache*, in: *Die Sprache der Wirtschaft*, hrsg. v. Christoph Moss, Wiesbaden 2009, S. 127-145.
- REMPEL, JOHN K./HOLMES, JOHN G./ZANNA, MARK P. (1985), *Trust in Close Relationships*, in: *Journal of Personality and Social Psychology* 1985, S. 95-112.
- RESE, MARIO/BIEREND, ANDREA (1999), *Logistische Regression*, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 1999, S. 235-240.
- RICHTER, RUDOLF/FURUBOTN, EIRIK GRUNDTVIG (2010), *Neue Institutionenökonomik*, 4. Aufl., Tübingen 2010.
- RICHTER, TIM (2005), *Die Leistung von Aktienanalysten aus Anlegersicht*, Wiesbaden 2005.
- RIESENHUBER, FELIX (2009), *Großzahlige empirische Forschung*, in: *Methodik der empirischen Forschung*, hrsg. v. Sönke Albers et al., 3. Aufl., Wiesbaden 2009, S. 1-16.
- RILEY, WILLIAM B./CHOW, K. VICTOR (1992), *Asset Allocation and Individual Risk Aversion*, in: *Financial Analysts Journal* 1992, S. 32-37.
- RIPPERGER, TANJA (2003), *Ökonomik des Vertrauens*, 2. Aufl., Tübingen 2003.
- RIPPL, SUSANNE/SEIPEL, CHRISTIAN (2015), *Methoden kulturvergleichender Sozialforschung*, 2. Aufl., Wiesbaden 2015.
- ROEDER, KATRIN (2000), *Management virtueller Unternehmen unter besonderer Berücksichtigung des Vertrauensmanagements*, Bamberg 2000.

- ROHRLACK, CHRISTIAN (2009), Logistische und Ordinale Regression, in: *Methodik der empirischen Forschung*, hrsg. v. Sönke Albers et al., 3. Aufl., Wiesbaden 2009, S. 267-282.
- ROOKS, GERRIT/RAUB, WERNER/SELTEN, ROBERT/TAZELAAR, FRITS (2000), How Inter-firm Co-operation Depends on Social Embeddedness, in: *Acta Sociologica* 2000, S. 123-137.
- ROSENBERG, MORRIS (1956), Misanthropy and Political Ideology, in: *American Sociological Review* 1956, S. 690-695.
- ROSENBERG, MORRIS (1957), *Occupations and Values*, Glencoe 1957.
- ROSSI, PETER H. et al. (1974), Measuring Household Social Standing, in: *Social Science Research* 1974, S. 169-190.
- ROSSI, PETER H. (1979), Vignette Analysis, in: *Qualitative and Quantitative Social Research*, hrsg. v. Robert K. Merton; James S. Coleman; Peter H. Rossi, New York 1979, S. 176-186.
- ROSSI, PETER H./ANDERSON, ANDY B. (1982), The Factorial Survey Approach, in: *Measuring Social Judgments*, hrsg. v. Peter H. Rossi; Steven L. Nock, Beverly Hills 1982, S. 15-67.
- RÖSSL, DIETMAR (1990), Die Entwicklung eines Bezugsrahmens und seine Stellung im Forschungsprozess, in: *Journal für Betriebswirtschaft* 1990, S. 99-110.
- ROST, JÜRGEN (2005), Messen wird immer einfacher!, in: *ZA-Information* 2005, S. 6-7.
- ROST, KATJA (2018), *Die Vignettenanalyse in den Sozialwissenschaften*, 2. Aufl., Augsburg 2018.
- ROST, KATJA/ARNOLD, NICHOLAS (2017), *Die Vignettenanalyse in den Sozialwissenschaften*, Augsburg 2017.
- ROTTER, JULIAN B. (1967), A New Scale for the Measurement of Interpersonal Trust, in: *Journal of Personality* 1967, S. 651-665.
- ROTTER, JULIAN B. (1971), Generalized Expectancies for Interpersonal Trust, in: *American Psychologist* 1971, S. 443-452.
- ROTTER, JULIAN B. (1980), Interpersonal Trust, Trustworthiness, and Gullibility, in: *American Psychologist* 1980, S. 1-7.
- ROTTER, JULIAN B. (1981), Vertrauen, in: *Psychologie heute* 1981, S. 23-29.
- ROUSSEAU, DENISE M./SITKIN, SIM B./BURT, RONALD S./CAMERER, COLIN (1998), Not so Different after all, in: *Academy of Management Review* 1998, S. 393-404.

- RUDOLF, MATTHIAS/MÜLLER, JOHANNES (2004), *Multivariate Verfahren*, Göttingen 2004.
- RUSSELL, DANIEL W. (2002), In Search of Underlying Dimensions, in: *Personality and Social Psychology Bulletin* 2002, S. 1629-1646.
- SAPIENZA, PAOLA/ZINGALES, LUIGI (2012), A Trust Crisis, in: *International Review of Finance* 2012, S. 123-131.
- SAUER, CARSTEN/AUSPURG, KATRIN/HINZ, THOMAS/LIEBIG, STEFAN (2011), The Application of Factorial Surveys in General Population Samples, in: *Survey Research Methods* 2011, S. 89-102.
- SCHAPER, MARTIN (2018), *Die Europäische Aktiengesellschaft (SE)*, Wiesbaden 2018.
- SCHERM, EWALD/PIETSCH, GOTTHARD (2007), *Organisation*, München 2007.
- SCHIERENBECK, HENNER/WÖHLE, CLAUDIA B. (2016), *Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre*, 19. Aufl., Berlin 2016.
- SCHNEIDER, DIETER (1974), *Investition und Finanzierung*, 3. Aufl., Opladen 1974.
- SCHNEIDER, HELMUT (1992), Vertrauensbildende Maßnahmen als Komponenten der Unternehmenskultur, in: *IO-Management Zeitschrift* 1992, S. 27-29.
- SCHNELL, RAINER (1997), *Nonresponse in Bevölkerungsumfragen*, Opladen 1997.
- SCHNELL, RAINER/HILL, PAUL B./ESSER, ELKE (2018), *Methoden der empirischen Sozialforschung*, 11. Aufl., Berlin, Boston 2018.
- SCHNETTLER, DANIEL (2009), Die Sprache der Börse, in: *Die Sprache der Wirtschaft*, hrsg. v. Christoph Moss, Wiesbaden 2009, S. 107-123.
- SCHOEN, MATTHIAS (2013), *Vertrauen und Kreditentscheidungen*, Frankfurt am Main 2013.
- SCHOENBERG, NANCY E./RAVDAL, HEGE (2000), Using Vignettes in Awareness and Attitudinal Research, in: *International Journal of Social Research Methodology* 2000, S. 63-74.
- SCHOLES, MYRON S. (1972), The Market for Securities, in: *Journal of Business* 1972, S. 179-211.
- SCHOLLY, VOLKER (2013), *Kundenloyalität im Automobilhandel*, Wiesbaden 2013.
- SCHÖNBORN, TIM (2005), *Käuferverhalten bei Unsicherheit*, Hamburg 2005.
- SCHOTTLAENDER, RUDOLF (1957), *Theorie des Vertrauens*, Berlin 1957.

SCHRADER, STEPHAN/RIGGS, WILLIAM M./SMITH, ROBERT P. (1993), Choice over Uncertainty and Ambiguity in Technical Problem Solving, in: *Journal of Engineering and Technology Management* 1993, S. 73-99.

SCHULZ, MICHAEL (1999), *Aktienmarketing*, Sternenfels 1999.

SCHULZ, WOLFGANG (2008), Vertrauensbildung als öffentliche Aufgabe in der Medienkonvergenz?, in: *Informationelles Vertrauen für die Informationsgesellschaft*, hrsg. v. Dieter Klumpp; Herbert Kubicek; Alexander Roßnagel; Wolfgang Schulz, Berlin, Heidelberg 2008, S. 143-152.

SCHUMANN, JOCHEN/MEYER, ULRICH/STRÖBELE, WOLFGANG (2011), *Grundzüge der mikroökonomischen Theorie*, 9. Aufl., Berlin, Heidelberg 2011.

SCHUMPETER, JOSEPH A. (1998), *Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie*, 3. Aufl., Berlin 1998.

SCHURR, PAUL H./OZANNE, JULIE L. (1985), Influences on Exchange Processes, in: *Journal of Consumer Research* 1985, S. 939-953.

SCHUSTER, HANNES/HASTENTEUFEL, JESSICA (2017), *Die Bankenbranche im Wandel*, Baden-Baden 2017.

SCHUSTER, THOMAS/USKOVA, MARGARITA (2015), *Finanzierung*, Berlin, Heidelberg 2015.

SCHWEER, MARTIN K. W. (1997), Interpersonales Vertrauen im Spiegel aktueller Forschung, in: *Interpersonales Vertrauen*, hrsg. v. Martin K. W. Schweer, Opladen, Wiesbaden 1997, S. 9-12.

SCHWEER, MARTIN K. W. (2012), Vertrauen als Organisationsprinzip in interorganisationalen Kooperationen, in: *Vertrauen und Kooperation in der Arbeitswelt*, hrsg. v. Christian Schilcher; Mascha Will-Zocholl; Marc Ziegler, Wiesbaden 2012, S. 103-121.

SEIFERT, MATTHIAS (2001), Vertrauen als Organisationsprinzip, in: *Zeitschrift für Personalforschung* 2001, S. 461-465.

SEPPELFRICKE, PETER (2005), *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Stuttgart 2005.

SHAPIRO, SUSAN P. (1987), The Social Control of Impersonal Trust, in: *American Journal of Sociology* 1987, S. 623-658.

- SHARMA, NEERU/PATTERSON, PAUL G. (2000), Switching Costs, Alternative Attractiveness and Experience as Moderators of Relationship Commitment in Professional, Consumer Services, in: *International Journal of Service Industry Management* 2000, S. 470-490.
- SHARPE, WILLIAM F. (1964), Capital Asset Prices, in: *The Journal of Finance* 1964, S. 425-442.
- SHAW, ROBERT BRUCE (1997), *Trust in the Balance*, San Francisco 1997.
- SHOEMAKER, PAMELA J./EICHHOLZ, MARTIN/SKEWES, ELIZABETH A. (2002), Item Non-response, in: *International Journal of Public Opinion Research* 2002, S. 193-201.
- SIMMEL, GEORG (1983), *Soziologie*, 6. Aufl., Berlin 1983.
- SIMON, HERBERT A. (1978), Rationality as Process and as Product of Thought, in: *The American Economic Review* 1978, S. 1-16.
- SINGH, JAGDIP/SIRDESHMUKH, DEEPAK. (2000), Agency and Trust Mechanisms in Consumer Satisfaction and Loyalty Judgments, in: *Journal of the Academy of Marketing Science* 2000, S. 150-167.
- SIRDESHMUKH, DEEPAK/SINGH, JAGDIP/SABOL, BARRY (2002), Consumer Trust, Value, and Loyalty in Relational Exchanges, in: *Journal of Marketing* 2002, S. 15-37.
- SITKIN, SIM B./ROTH, NANCY L. (1993), Explaining the Limited Effectiveness of Legalistic 'Remedies' for Trust/Distrust, in: *Organization Science* 1993, S. 367-392.
- SJURTS, INSA (1998), Kontrolle ist gut, ist Vertrauen besser?, in: *Die Betriebswirtschaft* 1998, S. 283-298.
- SKINNER, DENISE/DIETZ, GRAHAM/WEIBEL, ANTOINETTE (2013), The Dark Side of Trust, in: *Organization* 2013, S. 206-224.
- SMITH, J. BROCK/BARCLAY, DONALD W. (1997), The Effects of Organizational Differences and Trust on the Effectiveness of Selling Partner Relationships, in: *Journal of Marketing* 1997, S. 3-21.
- SMITH, KEN G./CARROLL, STEPHEN J./ASHFORD, SUSAN J. (1995), Intra- and Interorganizational Cooperation, in: *Academy of Management Journal* 1995, S. 7-23.
- SNIJDERS, TOM A. B./BOSKER, ROEL J. (2012), *Multilevel Analysis*, 2. Aufl., London 2012.

- SO, KEVIN KAM FUNG/KING, CERIDWYN/SPARKS, BEVERLEY A./WANG, YING (2015), The Role of Customer Engagement in Building Consumer Loyalty to Tourism Brands, in: *Journal of Travel Research* 2015, S. 64-78.
- SOMMERLATTE, TOM/FALLOU, JEAN-LUC (2012), *Quintessenz der Vertrauensbildung*, Berlin, Heidelberg 2012.
- SOMMET, NICOLAS/MORSELLI, DAVIDE (2017), Keep Calm and Learn Multilevel Logistic Modeling, in: *International Review of Social Psychology* 2017, S. 203-218.
- SONNENBERG, FRANK K. (1994), Trust me... Trust me not, in: *Journal of Business Strategy* 1994, S. 14-16.
- SPÄTH, JULIA F. (2008), *Interpersonelles Vertrauen in Organisationen*, Frankfurt am Main 2008.
- SPENCE, MICHAEL (1973), Job Market Signaling, in: *The Quarterly Journal of Economics* 1973, S. 355-374.
- SPREMANN, KLAUS (1990), Asymmetrische Information, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 1990, S. 561-586.
- SPREMANN, KLAUS (2008), *Portfoliomanagement*, 4. Aufl., München 2008.
- STAEHLE, WOLFGANG H. (1999), *Management*, 8. Aufl., München 1999.
- STANZEL, MATTHIAS (2007), *Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysten*, Wiesbaden 2007.
- Stata Press (2015), *Stata Multilevel Mixed-Effects*, <https://www.stata.com/manuals14/me.pdf> [Stand: 07.01.2020].
- STEIN, PETRA (2014), Forschungsdesigns für die quantitative Sozialforschung, in: *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, hrsg. v. Nina Baur; Jörg Blasius, Wiesbaden 2014, S. 135-151.
- STEINER, PETER M./ATZMÜLLER, CHRISTIANE (2006), Experimentelle Vignettendesigns in faktoriellen Surveys, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 2006, S. 117-146.
- STEINMANN, THORSTEN (2013), *Vertrauen in Banken*, Wiesbaden 2013.
- STEYMANN, GLORIA (2012), *Vertrauen bei Mergers & Acquisitions*, Wiesbaden 2012.
- STIER, WINFRIED (1999), *Empirische Forschungsmethoden*, 2. Aufl., Berlin, Heidelberg 1999.

- STIGLBAUER, KATRIN (2011), Vertrauen als Input-/Output-Variable in elektronischen Verhandlungen, Wiesbaden 2011.
- STRASSER, HERMANN/VOSWINKEL, STEPHAN (1997), Vertrauen im gesellschaftlichen Wandel, in: Interpersonales Vertrauen, hrsg. v. Martin K. W. Schweer, Opladen, Wiesbaden 1997, S. 217-236.
- STREINER, DAVID L. (2003), Starting at the Beginning, in: Journal of Personality Assessment 2003, S. 99-103.
- STRICKLAND, LLOYD H. (1958), Surveillance and Trust, in: Journal of Personality 1958, S. 200-215.
- STROBL, CAROLIN (2015), Das Rasch-Modell, 3. Aufl., München, Mering 2015.
- STRUTTON, DAVID/PELTON, LOU E./LUMPKIN, JAMES R. (1993), The Relationship Between Psychological Climate And Salesperson-Sales Manager Trust in Sales Organizations, in: Journal of Personal Selling & Sales Management 1993, S. 1-14.
- SUNIKKA, ANNE/PEURA-KAPANEN, LIISA/RAIJAS, ANU (2010), Empirical Investigation into the Multi-Faceted Trust in the Wealth Wanaagement Context, in: International Journal of Bank Marketing 2010, S. 65-81.
- SWAN, JOHN E./TRAWICK, I. FRED/RINK, DAVID R./ROBERTS, JENNY J. (1988), Measuring Dimensions of Purchaser Trust of Industrial Salespeople, in: Journal of Personal Selling & Sales Management 1988, S. 1-9.
- SYDOW, JÖRG (1998), Understanding the Constitution of Interorganizational Trust, in: Trust Within and Between Organizations, hrsg. v. Christel Lane; Reinhard Bachmann, Oxford 1998, S. 31-63.
- SZTOMPKA, PIOTR (1999), Trust, Cambridge 1999.
- TAVAKOL, MOHSEN/DENNICK, REG (2011), Making Sense of Cronbach's Alpha, in: International Journal of Medical Education 2011, S. 53-55.
- TOKARSKI, KIM OLIVER (2009), Ethik und Entrepreneurship, Wiesbaden 2009.
- TOLKMITT, VOLKER (2007), Neue Bankbetriebslehre, 2. Aufl., Wiesbaden 2007.
- TOMCZAK, TORSTEN/COPPETTI, CASPAR (2006), Shareholder durch Corporate Brand Management überzeugen, in: Corporate Brand Management, hrsg. v. Franz-Rudolf Esch; Torsten Tomczak; Joachim Kernstock; Tobias Langner, 2. Aufl., Wiesbaden 2006, S. 273-291.

- TROMMSDORFF, VOLKER/TEICHERT, THORSTEN (2011), *Konsumentenverhalten*, 8. Aufl., Stuttgart 2011.
- TURNER, JONATHAN H. (2000), *The Formation of Social Capital*, in: *Social Capital*, hrsg. v. Partha Dasgupta; Ismail Serageldin, Washington 2000, S. 94-146.
- TUTZ, GERHARD (2000), *Die Analyse kategorialer Daten*, München 2000.
- TYLER, KATHERINE/STANLEY, EDMUND (2007), *The Role of Trust in Financial Services Business Relationships*, in: *Journal of Services Marketing* 2007, S. 334-344.
- ULBRICH, MIRKO C. (2011), *Performance und Vertrauen in Unternehmenskooperationen*, Kassel 2011.
- URBAN, DIETER/MAYERL, JOCHEN (2011), *Regressionsanalyse*, 4. Aufl., Wiesbaden 2011.
- VOGT, JÖRG (1997), *Vertrauen und Kontrolle in Transaktionen*, Wiesbaden 1997.
- VOSS, THOMAS (1985), *Rationale Akteure und soziale Institutionen*, München 1985.
- WALGENBACH, PETER (2006), *Wieso ist Vertrauen in ökonomischen Transaktionsbeziehungen so wichtig, und wie lässt es sich generieren?*, in: *Konsumentenvertrauen*, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 17-26.
- WASCHBUSCH, GERD/SCHUSTER, HANNES/BERG, SUSEN CLAIRE (2018), *Banken und Vertrauen*, Baden-Baden 2018.
- WEBER, MARTIN et al. (1999), *Behavioral Finance*, Mannheim 1999.
- WEIBEL, ANTOINETTE (2004), *Kooperation in strategischen Wissensnetzwerken*, Wiesbaden 2004.
- WEIBER, ROLF (2004), *Informationsökonomische Fundierung des Industriegütermarketing*, in: *Handbuch Industriegütermarketing*, hrsg. v. Klaus Backhaus, Wiesbaden 2004, S. 79-118.
- WEIBER, ROLF/ADLER, JOST (1995), *Informationsökonomisch begründete Typologisierung von Kaufprozessen*, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 1995, S. 43-65.
- WEIBER, ROLF/EGNER-DUPPICH, CHRISTEL (2006), *Vertrauen bei Online-Käufen*, in: *Konsumentenvertrauen*, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 341-354.
- WEICHELBAUMER, JÜRGEN STEFAN (1998), *Kosten der Arbeitsteilung*, Wiesbaden 1998.

- WESENER, TIM ALEXANDER (2006), *Vertrauen und Marke bei Kaufentscheidungen*, Hamburg 2006.
- WESSLING, EWALD (1991), *Individuum und Information*, Tübingen 1991.
- WHITE, TIFFANY BARNETT (2005), *Consumer Trust and Advice Acceptance*, in: *Journal of Consumer Psychology* 2005, S. 141-148.
- WHITENER, ELLEN M./BRODT, SUSAN E./KORSGAARD, M. AUDREY/WERNER, JON M. (1998), *Managers as Initiators of Trust*, in: *Academy of Management Review* 1998, S. 513-530.
- WICHELS, DANIEL (2002), *Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten*, Wiesbaden 2002.
- WICKE, JAN MARTIN (1997), *Individuelle Vermögensverwaltung für Privatkunden*, Wiesbaden 1997.
- WICKS, ANDREW C./BERMAN, SHAWN L./JONES, THOMAS M. (1999), *The Structure of Optimal Trust*, in: *The Academy of Management Review* 1999, S. 99-116.
- WIDAMAN, KEITH F. (1993), *Common Factor Analysis versus Principal Component Analysis*, in: *Multivariate Behavioral Research* 1993, S. 263-311.
- WIEDMANN, KLAUS-PETER/WÜSTEFELD, THOMAS/KLIBERT, TOBIAS (2011), *Finanzkommunikation börsennotierter Unternehmen*, Saarbrücken 2011.
- WILLIAMS, DAVID C. (2017), *A Timeline and Fraud Triangle Analysis of the SEC'S Madoff Ponzi Scheme Investigation*, in: *International Journal of Business & Public Administration* 2017, S. 98-105.
- WILLIAMSON, OLIVER E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York 1985.
- WILLIAMSON, OLIVER E. (1993), *Calculativeness, Trust, and Economic Organization*, in: *The Journal of Law & Economics* 1993, S. 453-486.
- WINDZIO, MICHAEL (2013), *Regressionsmodelle für Zustände und Ereignisse*, Wiesbaden 2013.
- WINKELMANN, RAINER/BOES, STEFAN (2006), *Analysis of Microdata*, Berlin, Heidelberg 2006.
- WINSHIP, CHRISTOPHER/MARE, ROBERT D. (1984), *Regression Models with Ordinal Variables*, in: *American Sociological Review* 1984, S. 512-525.

- WIRTH, WERNER (1999), Methodologische und konzeptionelle Aspekte der Glaubwürdigkeitsforschung, in: Glaubwürdigkeit im Internet, hrsg. v. Patrick Rössler; Werner Wirth, München 1999, S. 47-66.
- WITTINK, DICK R./KRISHNAMURTHI, LAKSHMAN/REIBSTEIN, DAVID J. (1990), The Effect of Differences in the Number of Attribute Levels on Conjoint Results, in: Marketing Letters 1990, S. 113-123.
- World Values Survey (2014), World Values Survey Round Six, <http://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV6.jsp> [Stand: 28.06.2019].
- YAMAGISHI, TOSHIO/YAMAGISHI, MIDORI (1994), Trust and Commitment in the United States and Japan, in: Motivation and Emotion 1994, S. 129-166.
- ZAHEER, AKBAR/MCEVILY, BILL/PERRONE, VINCENZO (1998), Does Trust Matter?, in: Organization Science 1998, S. 141-159.
- ZAND, DALE E. (1972), Trust and Managerial Problem Solving, in: Administrative Science Quarterly 1972, S. 229-239.
- ZAND, DALE E. (1977), Vertrauen und Problemlösungsverhalten von Managern, in: Mitleid, Vertrauen, Verantwortung, hrsg. v. Helmut E. Lück, Stuttgart 1977, S. 61-74.
- ZANGER, CORNELIA/DECKOW, FRAUKE (2006), Vertrauen durch Kompetenzmarketing, in: Konsumentenvertrauen, hrsg. v. Hans H. Bauer; Marcus M. Neumann; Anja Schüle, München 2006, S. 39-52.
- ZIMMERMANN, FELIX (2003), Vertrauen in virtuellen Unternehmen, Lohmar, Köln 2003.
- ZUCKER, LYNNE G. (1986), Production of Trust, in: Research in Organizational Behavior 1986, S. 53-111.
- ZÜNDORF, LUTZ (1987), Macht, Einfluß und Vertrauen, in: Technik und sozialer Wandel: 23. Deutscher Soziologentag 1986, hrsg. v. Jürgen Friedrichs, Opladen 1987, S. 147-151.