

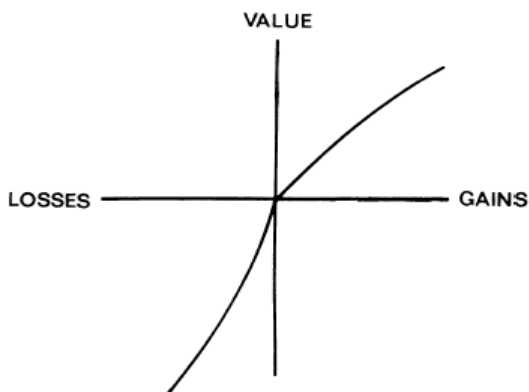
Individual Investors

Brad M. Barber und Terrance Odean

Im vorliegenden Thesenpapier werden die Hauptaussagen des Textes „Individual Investors“ (Kapitel 15 im Thaler, Seitenzahlen werden jeweils erwähnt) erläutert und um Aspekte aus weiteren Quellen zum Thema ergänzt. Aufbauend auf den psychologischen Erkenntnissen wird der Dispositionseffekt erklärt und teilweise hinterfragt. Im zweiten Teil wird „Overconfidence“ (Selbstüberschätzung) der einzelnen Anleger betrachtet. Begriffsdefinitionen, ein Literaturverzeichnis und konkrete Literaturempfehlungen sollen den Kommilitonen die weitere Vertiefung mit dem Thema erleichtern.

Psychologie

Um sich mit dem Verhalten eines einzelnen Anlegers (individual investor) zu beschäftigen ist ein Grundverständnis einiger psychologischer Erkenntnisse sehr hilfreich. Die Ergebnisse, die Kahneman und Tversky (1979) aus einer Reihe von Experimenten Ende der 70er Jahre erzielt haben, sind für die Behavioral Finance von grosser Bedeutung. Sie zeigen auf, dass Verluste den Menschen tendenziell mehr



schmerzen als ein Gewinn der gleichen Höhe Freude bereitet. Aufbauend auf diesem und weiteren Resultaten haben sie die „Prospect Theory“ entwickelt, welche als Wertefunktion dargestellt werden kann. Diese besagt, dass die Funktion einen konkaven Teil für Gewinne und einen konvexen Teil für Verluste aufweist, wobei die konvexe Funktion beim Referenzpunkt ca. 2.25mal steiler ist als die konkave (siehe Abbildung).

Weiter entdeckten sie die Tendenz, dass Menschen kleine Wahrscheinlichkeiten übergewichten und grosse Wahrscheinlichkeiten untergewichten, und somit nicht rational agieren.

Dispositionseffekt

Der Dispositionseffekt wurde in einer Reihe von Studien untersucht und beschreibt die Tendenz von Investoren, Positionen mit Verlusten zu lange zu halten und solche mit Gewinnen zu schnell zu verkaufen (p. 543). Häufig wird der Dispositionseffekt auf die „Prospect Theory“ von Kahneman und Tversky zurückgeführt. Es gibt eine Vielzahl von Ansätzen, z.B. „mental accounting“ (Shefrin und Statman, 1985), um diesen Effekt zu erklären, aber auch zahlreiche kritische Studien, die gewisse klassische Erklärungen anzweifeln.

Haupterkenntnisse aus der vorliegenden Studie

Referenzpunkte

Um bei Anlagepositionen von einem Gewinn oder Verlust zu sprechen, muss in einem ersten Schritt der Ausgangspunkt definiert werden, welcher oftmals als Kaufpreis festgelegt wird (p. 545). Der für den Anleger relevante Referenzpunkt kann aber stark vom Kaufpreis abweichen. Wenn eine Anlage z.B. über eine sehr lange Zeit gehalten wurde und/oder zwischenzeitlich während eines Booms (Rezession) massiv an Wert zunahm (verlor), kann der für den Anleger relevante Referenzpunkt anschliessend höher (tiefer) liegen (p. 545).

Erklärungen zum Dispositionseffekt

In einer breit angelegten Studie von Odean (1998) wurden 10'000 aktive US-Wertschriftendepots für den Zeitraum von 1987-1993 untersucht. Dabei wurde nicht die Anzahl Wertschriften die mit Gewinn oder Verlust verkauft wurden gezählt, da dies in steigenden bzw. fallenden Märkten ein verzerrtes Bild geliefert hätte. Stattdessen berechnete Odean für jedes Depot zwei Kennzahlen:

$$\begin{aligned}
- \text{ Anteil realisierter Gewinne (PGR)} &= \frac{\text{real. Gewinne}}{\text{real.} + \text{unreal. Gewinne}} \\
- \text{ Anteil realisierter Verluste (PLR)} &= \frac{\text{real. Verluste}}{\text{real.} + \text{unreal. Verluste}}
\end{aligned}$$

Je höher der PGR Wert gegenüber dem PLR ist, desto grösser die Tendenz Gewinner eher als Verlierer zu verkaufen.

Für sämtliche Monate ausser Dezember stellte Odean einen markant höheren PGR-Wert fest, was den Dispositionseffekt belegt. Die Abweichungen im Dezember sind auf steueroptimierende Verlustrealisationen zurückzuführen, wie Untersuchungen von Lakonishok & Smidt (1986) und Badrinath & Lewellen (1991) zeigten (p. 545).

Weitere Erklärungen

Barber und Odean untersuchten ihre Ergebnisse aus verschiedenen Perspektiven, fanden dabei aber keine Beweise die den Dispositionseffekt widerlegen konnten.

Die Möglichkeit, dass Investoren Verliererpositionen nicht verkaufen weil sie mit tieferen Verkaufskursen proportional hohe Gebühren assoziieren, wird eindeutig widerlegt. Investoren kauften sogar 1.5 mal eher weitere Anlagen von Verliererpositionen zu (p. 551).

Eine weitere Erklärung für den Dispositionseffekt ist gemäss Barber und Odean, dass Investoren glauben, Verliererpositionen würden Gewinner übertreffen. Wenn ein Investor einen Titel aufgrund einer Information kauft und dieser anschliessend steigt, nimmt er an die Information sei jetzt im Preis reflektiert. Bei Verlusten behält er jedoch die Position, weil er glaubt, der Markt habe der Information noch nicht angemessene Rechnung getragen (p. 550).

Ergänzungen und Kritik

Dispositionseffekt und Initial Public Offering (IPO) Handelsvolumen

In einer Studie konnten Szyszka und Zielonka (2007) feststellen, dass das Handelsvolumen von Aktien an ihrem ersten Handelstag einen viel höheren Umsatz erzielte, wenn die Aktie einen Kursanstieg aufwies (Szyszka und Zielonka, 2007: p. 1). Dies führten sie darauf zurück, dass Investoren nur schwer eingestehen können, dass sie bei einem IPO falsch lagen. IPO's sind hervorragende Beispiele für den Dispositionseffekt, denn sehr viele Anleger haben den gleichen Referenzwert (Szyszka und Zielonka, 2007: p. 9).

Dispositionseffekt und Firmengrösse

Rangelova (2001) untersuchte die Tradingaktivitäten von 78'000 Depots über sechs Jahre und fand dabei heraus, dass sich der Dispositionseffekt hauptsächlich für large-cap Aktien nachweisen liess. Für die 40% der am kleinsten kapitalisierten Unternehmen stellte sie sogar einen umgekehrten Dispositionseffekt fest. Aufgrund dieser Befunde stellt sie die Verlustaversion als generelle Erklärung für den Dispositionseffekt in Frage (Rangelova, 2001: p. 27-29).

Weitere Effekte

Gemäss Wahren (2009) können etwa zwei Drittel der Investoren dem Dispositionseffekt zugeordnet werden. Das andere Drittel zeigt ein Verhalten, das man als „house money effect“ bezeichnet. Dieser Effekt beschreibt das Verhalten, Gewinne die spekulativ erwirtschaftet wurden risikobereiter wieder zu investieren (Wahren, 2009: p. 212). Auch „Regret aversion“ und „Status Quo Bias“ (siehe Definitionen) entsprechen nicht den Ansätzen des Dispositionseffekts und unterstreichen somit, dass dieses Phänomen nicht verallgemeinert werden kann.

Overconfidence und Excessive Trading

Zahlreiche Untersuchungen und Studien zeigen auf, dass Menschen dazu neigen, sich und ihre Fähigkeiten sowie den Wert der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen zu überschätzen. Zudem überschätzen sie ihre Fähigkeit, Aufgaben zu erledigen, und sind unrealistisch optimistisch über zukünftige

Ereignisse. Dies gilt nicht nur für Banker, sondern konnte in diversen Studien für verschiedenste Berufsgattungen nachgewiesen werden (p. 554). Odean konnte aufzeigen, dass übermässig selbstbewusste Investoren zu exzessiverem Trading neigen und im Schnitt eine schlechtere Performance erzielen (p. 559).

Overconfidence an Finanzmärkten

Odean überprüfte in einer Studie ob Aktien, die Investoren im Anschluss an einen Verkauf kauften, die Transaktionskosten decken und eine Überschussrendite erzielen. Er stellte fest, dass über die Zeiträume von 4 Monaten, 1 und 2 Jahr(en), gekaufte Aktien im Durchschnitt die verkauften „underperformen“, und zwar ungeachtet, ob Transaktionskosten berücksichtigt wurden oder nicht. Odean zeigte damit auf, dass sowohl die Überbewertung des Informationsgehalts, sowie auch Selbstüberschätzung diese Informationen richtig zu interpretieren, zu Handelsverlusten führen (p. 555-559).

Overconfidence & Excessive Trading

Barber und Odean überprüften anhand von Handelsdaten von 78'000 Kundendepots über 6 Jahre die von Odean 1998 aufgestellte These. Diese besagt, dass Investoren, die sich und ihre Informationen überschätzen, einerseits mehr handeln und andererseits tiefere Renditen erzielen (p. 559). Um zu überprüfen ob zu selbstsichere Investoren mehr handeln, untersuchten Barber und Odean die Daten nach Männern und Frauen getrennt. Diverse Studien haben belegt, dass sich Männer in finanziellen Angelegenheiten kompetenter fühlen als Frauen (p. 560).

Eine Untersuchung von Barber und Odean zeigte, dass Männer pro Jahr durchschnittlich 45% aktiver Handeln als Frauen und ihre Performance deswegen im Schnitt um 0.94% reduziert wird. Eine weitere Untersuchung von Barber und Odean bestätigte indes die zweite These: Je höher der prozentuale Umsatz im Depot war, desto tiefer war die jährliche Durchschnittsrendite. Im untersuchten Zeitraum betrug der Unterschied jährlich durchschnittlich 7.1% (p. 559).

Weitere Erkenntnisse

Barber und Odean konnten in diversen weiteren Studien u.a. in Erfahrung bringen, dass Investoren tendenziell Aktien von Unternehmen kaufen, die gerade Schlagzeilen machten, egal ob gute oder schlechte. Ausserdem konnte in Erfahrung gebracht werden, dass Investoren die im Internet handeln, dies häufiger und mit mehr Risiko tun als früher, als der Handel noch per Telefon abgewickelt wurde (p. 561/562).

Ergänzungen und Kritik

„Overconfidence“ dient in vielen wissenschaftlichen Arbeiten auch für andere Effekte neben „excessive trading“ als Erklärungsansatz. Ein interessanter Aspekt zeigt beispielsweise die Studie von Malmendier und Tate (2006), die eine erhöhte Mergers & Acquisitions- Tätigkeit aufgrund von zu selbstsicheren CEO's nachweist.

Analysten und Probleme „overconfidence“ zu eliminieren

Auch Analysten sind aufgrund einer empirischen Studie von Deaves, Lüders und Schröder (2005) zu selbstsicher: Sie gaben während zwei Jahren monatlich ein Intervall für das Kursziel des DAX für die nächsten 6 Monate an. Es konnte nachgewiesen werden, dass die Analysten zu selbstsicher waren und nicht aus ihren Fehlern gelernt haben. Dies scheint ein Hinweis zu sein, dass es sehr schwierig ist, „overconfidence“ zu eliminieren, auch wenn man sich dessen bewusst ist. (Deaves, Lüders und Schröder, 2005). Da allgemein die Ursachen von „overconfidence“ noch unklar sind, liegt in diesem psychologischen Bereich noch grosses Forschungspotenzial (Skata, 2008).

Erhöhte Markteffizienz

Effiziente Märkte reflektieren gemäss klassischer Finanztheorie sämtliche Informationen. Rationale Investoren haben somit keinen Grund Informationen zu beschaffen und investieren daher passiv. „Overconfidence“ führt zu sofortigen Transaktionen bei neuen Informationen und kann dadurch teilweise zu effizienteren Märkten beitragen. Es stellt sich somit die Frage, ob „overconfidence“ mehr Fehlbewertungen verursacht oder die Markteffizienz verbessert (Ko und Huang, 2006).

Erklärung Begriffe:

Prospect Theory: Theorie die hauptsächlich besagt, dass Menschen Verluste und Gewinne nicht gleichermassen wertschätzen

Dispositionseffekt: Tendenz, Gewinner zu früh und Verlierer zu spät zu verkaufen

Overconfidence: Selbstüberschätzung: Neigung, sein Wissen und seine Fähigkeiten zu überschätzen

Status Quo Bias: Tendenz zur Inaktivität; an Bewährtem wird festgehalten

Regret Aversion: Bestreben, möglichst keine Fehlentscheidungen zu treffen; Festhalten an bereits getroffenen Entscheidungen

House-Money Effect: Tendenz, dass sich die Risikobereitschaft nach spekulativ erwirtschafteten Gewinnen erhöht, nach Verlusten eher verringert

Mental accounting: Tendenz, dass Investoren ihr Vermögen in verschiedene (mentale) Konten aufteilen und diese unabhängig voneinander behandeln/anlegen

Literaturverzeichnis

Im Literaturverzeichnis werden nebst den im Thesenpapier verwendeten Quellen auch die für den Vortrag relevanten Quellen angegeben. Unsere Literaturempfehlungen zur Vertiefung des Themas sind fett gedruckt.

Basistext:

- Barber, B. und Odean, T. (1999). *The Courage of Misguided Conviction: Trading Behavior of Individual Investors*. In: Thaler, R. *Advances in Behavioral Finance II*, p. 544 – 569

Weitere Quellen:

- Deaves, R., Lüder E. und Schröder, M. (2005). *The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters*. Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung. Discussion paper No. 05-83.
- Goldberg, J. und von Nitzsch, R. (1999). *Behavioral Finance - Gewinnen mit Kompetenz*, Finanzbuch Verlag München, 3. Auflage Juli 2000
- Kahneman, D. und Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, Vol. 47, No.2 (Mar., 1979), p. 263-292
- Kaustia, M. (2008). *Prospect Theory and the Disposition Effect*. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, http://www.hse.fi/EN/HKI/K/Markku_Kaustia/12_PersonalPage.htm
- Ko, J. und Huang, Z. (2006), *Arrogance can be a virtue: overconfidence, information acquisition, and market efficiency*. Pennsylvania State University.
- Malmendier U. und Tate, G. (2006), *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the markets reaction*, <http://www.econ.berkeley.edu/~ulrike/research.html>
- Odean, T. (1998). *Are investors reluctant to realize their losses?*, *Journal of Finance* 53, S. 1775 - 1798.
- Odean, T. (1999). *Do Investors Trade Too Much?*, *American Economic Review* 89, S. 1279 - 1298
- Rangelova, E. (2001). *Disposition Effect and Firm Size: New Evidence on Individual Investor Trading Activity*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293618
- Shefrin, H. und Statman, M. (1985). *The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence*, *Journal of Finance* 40, 777 – 790
- Skata, D. (2008). *Overconfidence in Psychology and Finance – an interdisciplinary literature review*. University of Szczecin. <http://ssrn.com/abstract=1261907>
- Szyszka, A. und Zielonka, P. (2007). *The Disposition Effect Demonstrated on IPO Trading Volume*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=964985
- Wahren, K. (2009). *Anlegerpsychologie*. VS Verlag für Sozialwissenschaften Wiesbaden 2009, 1. Auflage 2009