

# Angst en optimisme van particuliere beleggers

Angst en optimisme zijn belangrijke drijfveren van het gedrag van particuliere beleggers en worden sterk beïnvloed door het rendement dat deze beleggers in het verleden hebben behaald. Het risico verbonden aan dit rendement heeft echter nauwelijks invloed op de angst of het optimisme van beleggers.

## ARVID HOFFMANN

Universitair docent  
aan de Universiteit  
Maastricht en  
codirecteur van het  
Marketing-Finance  
Research Lab

## THOMAS POST

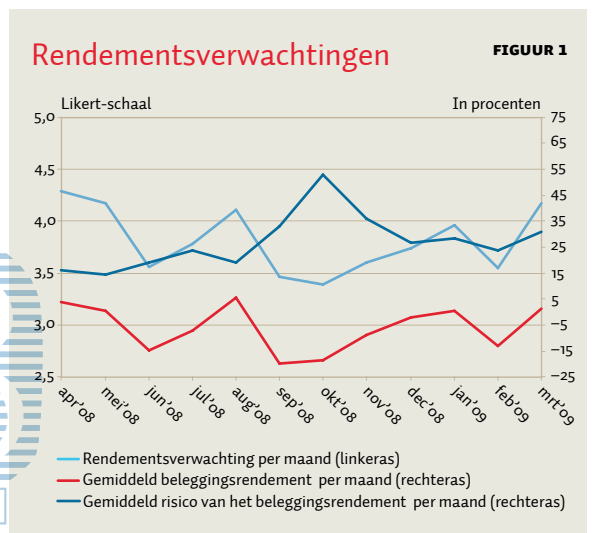
Universitair docent  
aan de Universiteit  
Maastricht en project-  
coördinator in het  
Marketing-Finance  
Research Lab

Het gedrag van particuliere beleggers is van invloed op de prijsvorming in financiële markten (Hirshleifer, 2001; Kumar en Lee, 2006; Lee *et al.*, 1991), de volatiliteit van deze markten (Foucault *et al.*, 2011) en uiteindelijk zelfs de economie als geheel (Korniotis en Kumar, 2011). Belangrijke drijfveren van het gedrag van particuliere beleggers zijn hun angst zoals gereflecteerd in hun risicotolerantie en risicoperceptie en hun optimisme zoals gereflecteerd in hun rendementsverwachtingen (Hoffmann *et al.*, 2010). Het is tot nu toe echter onduidelijk hoe particuliere beleggers precies hun risicotolerantie en risicoperceptie, alsmede hun rendementsverwachtingen, vormen (Hoffmann en Post, 2011). Op basis van financiële standaardtheorieën (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964) zou kunnen worden verwacht dat vooral risico en rendement belangrijke determinanten hiervan zijn. Met behulp van paneldata van een grote groep Nederlandse beleggers kan worden onderzocht hoe behaalde rendementen en het risico daarvan zowel de angst als het optimisme van particuliere beleggers in Nederland beïnvloeden. Het is belangrijk om meer inzicht in dit vraagstuk te verwerven, omdat deze kennis particuliere beleggers uiteindelijk zou kunnen helpen om tot betere investeringsbeslissingen en beleggingsresultaten te komen. De bevinding dat

particuliere beleggers zich vooral laten beïnvloeden door de resultaten die ze in het verleden hebben behaald, maar niet door het risico van deze resultaten, kan er bijvoorbeeld toe leiden dat beleggers meer risico nemen dan ze kunnen of willen dragen. Op het moment dat deze beleggers zich realiseren welke risico's ze daadwerkelijk lopen, kan het hieruit voortkomende gedrag tot een verhoogde volatiliteit van zowel individuele aandelen als de financiële markt als geheel leiden. Indien particuliere beleggers zich meer bewust worden van het belang van zowel risico als rendement, kan dat op termijn positieve welvaartseffecten voor hen hebben.

## BESCHRIJVING VAN DE DATA

De gebruikte database bestaat uit maandelijkse vragenlijsten, afgenomen onder een grote groep klanten van de belangrijkste *online-broker* van Nederland, gecombineerd met alle

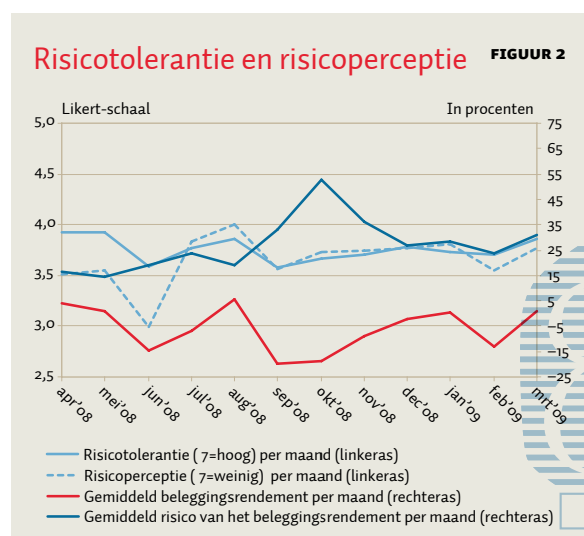


transactiegegevens van deze klanten van april 2008 tot en met maart 2009. Deze klanten werd iedere maand gevraagd naar hun rendementsverwachtingen, de mate waarin ze risicotolerant of juist intolerant waren, en hoeveel risico ze percipiëren in de aandelenmarkt. Van 1376 particuliere beleggers zijn zowel antwoorden op de vragenlijsten als transactiegegevens beschikbaar. Van deze beleggers is acht procent vrouw, de gemiddelde leeftijd is 52 jaar, er wordt gemiddeld al drie jaar bij de online-broker belegd, en de gemiddelde portefeuille bedraagt ruim 50.000 euro.

## VERKENNENDE RESULTATEN

De figuren 1 en 2 tonen respectievelijk de ontwikkelingen in het optimisme (rendementsverwachtingen) en de angst (risicotolerantie en risicoperceptie) van de Nederlandse particuliere belegger gedurende de periode van het onderzoek en laten tevens de gemiddelde ontwikkeling van hun eigen rendementen en het risico daarvan zien. Risicotolerantie en risicoperceptie zijn gemeten op een zevenpunts Likert-schaal, variërend van een lage risicotolerantie, respectievelijk veel risico gepercipieerd (1), tot een hoge risicotolerantie, respectievelijk weinig risico gepercipieerd (7). Ook de rendementsverwachtingen (optimisme) zijn gemeten op een zevenpunts Likert-schaal, die varieert van zeer pessimistisch (1) tot zeer optimistisch (7). Het rendement behaald door de beleggers is berekend op basis van de dagelijkse verandering in de marktwaarde van hun beleggingsportefeuille, rekening houdende met transactiekosten en mogelijke geldstortingen en geldonttrekkingen. De standaarddeviatie van dit beleggingsrendement geeft aan hoeveel risico de beleggers genomen hebben.

Uit de figuren 1 en 2 blijkt dat zowel het optimisme als de angst van particuliere beleggers sterk lijkt samen te hangen met de ontwikkelingen in hun behaalde rendement. Het behalen van een beter rendement gaat samen met het hebben van hogere rendementsverwachtingen, meer risicotolerantie, en een lagere risicoperceptie. Tevens blijkt uit deze figuren dat het risico van dit behaalde rendement uitgedrukt in de standaarddeviatie niet of nauwelijks lijkt samen te hangen met de angst of het optimisme van particuliere beleggers.



## REGRESSIERESULTATEN

Om de verkennende resultaten statistisch te kunnen bevestigen en een preciezer beeld te krijgen van de determinanten van de angst en het optimisme van particuliere beleggers, zijn een tweetal regressies uitgevoerd. De tabellen 1 en 2 tonen regressieresultaten die laten zien hoe het rendement en het risico daarvan in de voorgaande maand de angst en het optimisme van particuliere beleggers in de daaropvolgende maand beïnvloeden. De resultaten bevestigen het eerdere beeld: het rendement dat particuliere beleggers in een voorgaande maand behaalden, heeft een positieve invloed op hun rendementsverwachtingen voor de daaropvolgende maand, vergroot hun

## Het risico van het behaalde rendement lijkt niet of nauwelijks samen te hangen met de angst of het optimisme van particuliere beleggers

risicotolerantie en verkleint hun risicoperceptie (tabel 1). Het effect van voorgaande rendementen is het sterkst op de rendementsverwachtingen van beleggers (optimisme), maar heeft ook een significante invloed op hun risicotolerantie en risicoperceptie (angst). De bevinding dat het behalen van een beter rendement leidt tot het percipiëren van minder risico, is strijdig met de dominante financieel-economische literatuur. Immers, in het algemeen dient er méér risico te worden geno-

### Invloed van beleggingsrendement volgens een lineair panelmodel

TABEL 1

	$\Delta$ Rendementsverwachtingen	$\Delta$ Risicotolerantie	$\Delta$ Risicoperceptie
Beleggingsrendement in de voorgaande maand	0,469***	0,186*	-0,223*
Geslacht (1 = vrouw)	0,053	-0,015	-0,027
Leeftijd	0,001	-0,001	-0,001
Beleggingservaring bij online-broker (in jaren)	-0,002	0,003	-0,002
Ln(inkomen)	0,014	-0,116	0,095
Ln(portefeuillewaarde)	-0,003	-0,006	0,002
Handelt gedurende onderzoeksperiode (1 = ja)	0,038	0,119***	0,034
Portefeuilleomzet	0,014**	0,015	-0,021**
Constante	0,144	1,214*	-0,633
Time fixed effects	Ja	Ja	Ja
N	3955	3955	3955
R <sup>2</sup>	0,165	0,032	0,063

\*/\*\*/\*\* Significat op respectievelijk tien-, vijf- en éénprocentniveau

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

men om een hoger beleggingsrendement te kunnen behalen (Markowitz, 1952). Voorgaande literatuur in beleggingspsychologie heeft echter laten zien dat beleggers vaak juist een hoog rendement verwachten van veilige aandelen (Shefrin, 2001), wat de resultaten kan helpen verklaren. Het mag tevens verbazingwekkend genoemd worden dat het risico van het beleggingsrendement van particuliere beleggers geen enkel effect heeft op de veranderingen in hun rendementsverwachtingen, risicotolerantie, of risicoperceptie (tabel 2).

## CONCLUSIE

De angst en het optimisme van particuliere beleggers in Nederland wordt niet beïnvloed door het risico dat ze nemen, maar wordt uitsluitend gedreven door het rendement dat ze hebben behaald. Deze bevindingen zijn niet alleen verbazingwekkend, maar ook zorgelijk. Het is verbazingwekkend dat beleggers alleen gedreven worden door de door hen behaalde rendementen omdat volgens financiële standaardtheorieën (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964) juist de afweging tussen het risico en het rendement van een investering bepalend is voor de aantrekkelijkheid ervan. Het is te allen tijde wenselijk dat particuliere beleggers deze afweging maken bij investeringsbeslissingen. Het is daarom zorgelijk dat particuliere beleggers zich weinig bewust lijken te zijn van het risico dat ze met hun beleggingen nemen. Immers, dit maakt het waarschijnlijk dat hun behaalde rendementen niet genoeg compenseren voor de risico's die aan deze rendementen verbonden zijn. De onderzoeksperiode viel samen met de financiële crisis van 2007–2009. De bevinding dat zelfs gedurende een periode waarin de financiële markten een grote volatiliteit vertoonden, de angst en het optimisme van particuliere beleggers niet beïnvloed wordt door het risico dat ze met hun beleggingen nemen, is verontrustend.

Voorgaand onderzoek heeft aangetoond dat de wijze van informatievoorziening aan beleggers een significant effect heeft op hun risicopercepties (Weber *et al.*, 2005). Beleidsmakers wordt aangeraden om financiële instellingen te stimuleren om niet alleen, zoals nu nog vaak gebruikelijk is, de rendementen van hun portefeuille aan particuliere beleggers te tonen, maar ook het risico ervan op een voor hen aansprekende manier. Een goede mogelijkheid hiertoe biedt de *distribution builder* die gezamenlijk ontwikkeld is door Goldstein *et al.* (2008). Met dit instrument wordt beleggers de relatie tussen risico en rendement op een intuïtieve manier inzichtelijk gemaakt. Door middel van een computersimulatie kunnen particuliere beleggers voor verschillende risiconiveaus de kansverdeling van mogelijke beleggingsuitkomsten te zien krijgen.

## LITERATUUR

- Foucault, T., D. Sraer en D.J. Thesmar (2011) Individual investors and volatility. *Journal of Finance*, 66(4), 1369–1406.
- Goldstein, D.G., E.J. Johnson en W. Sharpe (2008) Choosing outcomes versus choosing products: consumer-focused retirement investment advice. *Journal of Consumer Research*, 35(3), 440–456.
- Hirshleifer, D. (2001) Psychology and asset pricing. *Journal of Finance*, 56(4), 1533–1597.
- Hoffmann, A.O.I. en T. Post (2011) What makes investors optimistic, what makes them afraid? Werkdocument op [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Hoffmann, A.O.I., T. Post en J.M.E. Pennings (2011) How severe was the impact of the financial crisis on individual investor perceptions and behavior? Netspar Discussion Paper, 87.
- Korniotis, G.M. en A. Kumar (2011) Do behavioral biases adversely affect the macro-economy? *Review of Financial Studies*, 24(5), 1513–1559.
- Kumar, A. en C. Lee (2006) Retail investor sentiment and return comovements. *Journal of Finance*, 61(5), 2451–2486.
- Lee, C.M.C., A. Shleifer en R.H. Thaler (1991) Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *Journal of Finance*, 46(1), 75–109.
- Markowitz, H.M. (1952) Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Sharpe, W. (1964) Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shefrin, H. (2001) Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 176–181.
- Weber, E.U., N. Siebenmorgen en M. Weber (2005) Communicating asset risk: how name recognition and the format of historic volatility information affect risk perception and investment decisions. *Risk Analysis*, 25(3), 597–609.

## Invloed van het risico van beleggingsrendement volgens een lineair panelmodel

TABEL 2

	Δ Rendementsverwachtingen	Δ Risicotolerantie	Δ Risicoperceptie
Risico van beleggingsrendement in de voorgaande maand	-0,013	-0,001	0,033
Geslacht (1 = vrouw)	0,055	-0,014	-0,027
Leeftijd	0,000	-0,001	-0,001
Beleggingservaring bij online-broker (in jaren)	-0,002	0,003	-0,003
Ln(inkomen)	0,014	-0,116	0,094
Ln(portefeuillewaarde)	0,004	-0,003	0,000
Handelt gedurende onderzoeksperiode (1 = ja)	0,031	0,116***	0,036
Portefeuilleomzet	0,008	0,012	-0,018
Constante	-0,816	0,989	-0,217
Time fixed effects	Ja	Ja	Ja
N	3955	3955	3955
R <sup>2</sup>	0,158	0,031	0,063

\*/\*\*/\*\* Significant op respectievelijk tien-, vijf- en éénprocentniveau