



Dispositie, geslacht en leeftijd

Auteur(s):

Dijk, H.P., van

*De auteur is werkzaam bij de Rabobank***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4347, pagina 136, 15 februari 2002

Rubriek:

monitor

Trefwoord(en):

beleggen

Beleggers laten zich bij hun transactiebeslissingen voor een deel leiden door de vraag of hun effecten al of niet op winst staan. Wat is hierbij de rol van leeftijd en geslacht?

Veel mensen zullen zich in het volgende herkennen: verliesgevende aandelen houd je vast en aandelen waarop je winst maakt, verkoop je snel om de winst veilig te stellen. Dit verschijnsel wordt het dispositie-effect genoemd¹. Het houdt in dat beleggers winstgevende aandelen snel van de hand doen en verlieslatende aandelen aanhouden. Volgens de traditionele theorie is dit niet mogelijk. Beleggers zouden immers bij beleggings-beslissingen geen rol toekennen aan het verleden. Uit diverse onderzoeken is gebleken dat er meer systematische afwijkingen zijn. De traditionele theorie kan deze veelal niet verklaren, terwijl de gedragsmatige theorie hier in veel gevallen wel een antwoord op geeft. Toch willen veel economen de traditionele theorie niet verlaten ten faveure van de gedragsmatige theorie.

Een theorie die een goed beeld geeft van het waargenomen besluitvormingsproces van particuliere beleggers is de prospecttheorie. Deze beschrijft het keuzegedrag onder onzekerheid. Kahneman en Tversky hebben de prospecttheorie in 1979 ontwikkeld als een alternatief op de gangbare expected utility- theorie. In deze theorie is rationeel keuze-gedrag een uitgangspunt. Daarbinnen spelen de consistentie van het keuzeprocess en het eigen belang een rol. Het terrein van het rationeel keuzegedrag werd verlaten. Het menselijk keuzegedrag moest worden gezien als een serie beslissingen die niet volledig met elkaar geïntegreerd waren. Hierin kwamen consistentie van keuzes en eigen belang nauwelijks terug. Deze ontwikkeling was van cruciaal belang voor de ontwikkeling van het economisch denken. Het vormde een schoksgewijze verandering, waarbij het gedrag van mensen meer centraal kwam te staan.

Theorieën

De prospecttheorie wordt gezien als de belangrijkste verklaring voor het dispositie-effect. Deze prospecttheorie heeft twee uitgangspunten. Ten eerste waarden mensen winsten en verliezen ten opzichte van een referentiepunt. Daarnaast zijn beleggers risicozoekend bij verlies en risicomijdend bij winst. Het menselijk gedrag volgt zodoende het maximaliseren van een functie die concaaf is voor winsten en convex voor verliezen (een s-vorm). Op basis van deze uitgangspunten zullen aandelen die op winst staan, de zogenaamde winnaars, snel worden verkocht en aandelen die op verlies staan, de verliezers, langer worden aangehouden. Alvorens de resultaten van het onderzoek te beschrijven zal ik een aantal andere onderzoeken op dit terrein aan de orde stellen.

Het eerste aansprekende onderzoek naar het gedrag van particuliere beleggers werd gedaan door Kahneman en Tversky². In hun in 1979 verschenen artikel over de prospecttheorie ontdekten zij dat beslissers zich niet gedragen volgens de principes van de expected utility theorie, maar dat "A person who has not made peace with his losses is likely to accept gambles that would be unacceptable to him otherwise." (blz. 287)

Dit onderzoek vormde een inleiding tot meerdere onderzoeken naar het gedrag van particuliere beleggers. Een bekend onderzoek is dat van Shefrin en Statman³. Zij vonden dat "investors tend to sell winners too early and ride losers too long" (blz. 778). Men kan zich evenwel afvragen waarom het woord 'too' wordt gebezigd, aangezien niet wordt getoetst of het rendement van zowel winnaars als verliezers na verkoop hoog of laag is.

Het meest aansprekende onderzoek werd gedaan door Odean⁴. Hij bekeek tienduizend effecten-rekeningen van klanten van een groot effectenbedrijf in de Verenigde Staten over de periode 1987 tot en met 1993. Hij deed verschillende tests die allemaal tot significante resultaten ten faveure van het dispositie-effect leidden.

De Jong belichtte een onderzoek van Barber en Odean waaruit naar voren kwam dat vrouwen betere beleggers zijn dan mannen⁵. De reden hiervoor is dat mannen vaker lijden aan zelfoverschatting, waardoor ze frequenter handelen terwijl dat meestal niet rationeel is, omdat de verwachte winst kleiner is dan de transactiekosten.

Gegevens

De gegevens voor het onderzoek bestaan uit twee bestanden met aandelentransacties van particuliere beleggers van een Nederlandse

bank. Het ene gegevensbestand betreft transacties die worden doorgegeven via een telefonische orderlijn, het andere heeft betrekking op internettransacties. Beide bevatten alle aandelentransacties van circa 8000 willekeurige effectenrekeningen die geopend zijn vóór 1999. De beschouwde transacties betreffen alleen aandelen en zijn uitgevoerd tussen 1 januari 1999 en 31 juli 2001.

Round-trips

Voor het onderzoek is gebruik gemaakt van zogeheten 'round-trips'. Dit wil zeggen dat alleen de transacties in een bepaald aandeel zijn onderzocht waarvan zowel de aankoopdatum als de verkoopdatum in de onderzoeksperiode vallen. Een round-trip bestaat uit een aankoop- en een verkooptransactie. Van aandelen die als eerst worden aangekocht, wordt verondersteld dat ze ook als eerste weer worden verkocht (het zogenaamde fifo-systeem).

Transactiekosten en uitgekeerde dividenden zijn niet meegenomen. Deze zijn niet in de data vermeld; bovendien vormt de aankoopkoers het referentiepunt ter bepaling van de winnaars en verliezers.

Het eerste deel van het onderzoek vormt het bepalen van het aantal gerealiseerde winnaars en verliezers. Van alle round-trips wordt bekeken hoe hoog de verkoopkoers is ten opzichte van de aankoopkoers. Vervolgens is het werkelijk en buitengewoon rendement van de winnaars en verliezers bepaald. Bij het werkelijk rendement is de aankoopkoers het referentiepunt. Bij het buitengewoon rendement vindt er een correctie plaats voor het marktrendement. Hiervoor is gebruik gemaakt van de marktbrede cbs-index. De laatste stap van het onderzoeksproces betreft het bepalen van de tijd dat aandelen in bezit worden gehouden. In dit onderzoek is gebruik gemaakt van handelsdagen.

Voor alle onderzoeken zijn alleen de in de periode augustus 2000 tot en met juli 2001 gerealiseerde de round-trips gebruikt. De reden hiervoor is dat er in het eerste gedeelte van de onderzoeksperiode veel verkooptransacties zijn die geen round-trip vormen omdat de aankoop is gedaan vóór 1999. Door alleen de verkooptransacties uit het laatste onderzoeksjaar te beschouwen, worden de gevolgen hiervan beperkt, omdat van bijna alle verkooptransacties nu wel een aankooptransactie aanwezig is en er zodoende een round-trip gevormd kan worden. Ter illustratie: van de aandelen die werden aangekocht in de eerste week van januari 1999, bleek ruim 93 procent voor augustus 2000 tot een round-trip te hebben geleid.

Resultaten

[tabel 1](#) illustreert de verdeling van het aantal onderzochte effectenrekeningen, het aantal round-trips en het aantal round-trips per effectenrekening voor de twee orderkanalen. Het aantal round-trips is voor internet hoger dan voor de telefonische orderlijn. Internetbeleggers zijn actiever dan beleggers via de telefonische orderlijn. Zij hebben in de beschouwde periode meer round-trips per effectenrekening uitgevoerd. Een reden hiervoor kan zijn dat de actievere beleggers voor het internet als orderkanaal kiezen vanwege de lagere transactiekosten. Daarnaast zijn internetbeleggers overmoediger dan beleggers via een telefonische orderlijn. Ze handelen daardoor vaker [6](#).

Tabel 1 verdeling van effectenrekeningen en round-trips over de orderkanalen, gerangschikt naar leeftijd en geslacht van beleggers, januari 1999- juli 2001

	telefonische orderlijn					internet				
	aantal eff.rek.	% van totaal	aantal round-trips	% van totaal	round-trips. eff.rek	aantal eff.rek.	% van totaal	aantal round-trips	% van totaal	round-trips. eff.rek.
totaal	8103	100	12.364	100	1,53	7404	100	21.371	100	2,89
man	3433	42,4	4829	39,1	1,41	3376	45,6	10.586	49,5	3,14
vrouw	1025	12,6	919	7,4	0,89	578	7,8	1126	5,3	1,95
onbekend	3645	45,0	6616	53,5	1,82	3450	46,6	9659	45,2	3,47
< 30 jaar	1041	12,8	1500	13,4	1,44	1589	21,5	2796	15,0	1,76
30-40 jaar	1518	18,7	2534	22,7	1,67	1827	24,7	5293	28,4	2,90
40-50 jaar	1488	18,4	2142	19,2	1,44	1398	18,9	5370	28,8	3,84
50-60 jaar	1829	22,6	3126	28,0	1,71	972	13,1	3413	18,3	3,51
> 60 jaar	1648	20,3	1857	16,6	1,13	409	5,5	1777	9,5	4,34
onbekend	579	7,1	-	-	-	1209	13,3	-	-	-

Er zijn meer mannen die beleggen dan vrouwen. Ook zijn mannen bij beide kanalen actiever dan vrouwen. Dit kan komen doordat mannen vaker zichzelf overschatten. Bij de telefonische orderlijn beleggen relatief gezien meer oudere mensen dan jongeren, bij internet zijn de jongeren in de overhand.

In [tabel 2](#) is van de round-trips het werkelijk rendement, buiten-gewoon rendement en het aantal handelsdagen in bezit te zien [7](#). Duidelijk is dat er, ondanks een negatief marktrendement, voor beide kanalen meer winnaars dan verliezers zijn gerealiseerd. De winnaars hebben een lager absoluut en buitengewoon rendement en worden korter in bezit gehouden dan de verliezers. Het verschil tussen winnaars en verliezers is bij de telefonische orderlijn 16,83 en bij internet 14,44 handelsdagen. Deze resultaten, die allemaal significant zijn, sluiten aan bij de prospecttheorie en bevestigen het bestaan van het dispositie-effect in Nederland.

Tabel 2. Het aantal gerealiseerde winnende en verliezende aandelen met bijbehorend werkelijk en buitengewoon rendement, en aantal dagen in bezit, januari 1999-juli 2001

telefonische orderlijn	internet
------------------------	----------

	aantal round- trips	werkelijk rendement (%)	buitengewoon rendement (%)	aantal dagen	aantal round- trips	werkelijk rendement (%)	buiten- gewoon rendement (%)	aantal dagen
totaal	2.364	-1,23	-1,15	108,63	21.371	-4,24	-2,81	88,59
winnaar	7156	19,25	17,29	101,54	11.040	18,13	17,26	81,93
verliezer	5208	-29,37	-26,49	118,37	10.190	-28,53	-24,80	96,37

a. Werkelijk rendement - marktrendement = buitengewoon rendement.

Het rendement van round-trips van de telefonische orderlijn is 3,01 procent (buitengewoon rendement 1,66 procent) hoger dan via internet. Ze worden gemiddeld 20,04 handelsdagen langer in bezit gehouden. Het rendement van winnaars is via de telefonische orderlijn 1,12 procent (buiten-gewoon rendement 0,03 procent, niet significant) hoger dan via internet. Winnaars worden via de telefonische orderlijn gemiddeld 19,61 dagen langer vastgehouden. Het rendement van verliezers is via de telefonische orderlijn 0,84 procent lager (buitengewoon rendement 1,69 procent) en ze worden 22,00 dagen langer vastgehouden dan via internet.

Geslacht

In tabel 3 zijn de resultaten te onderscheiden naar het geslacht van de effectenrekeninghouder. Mannen halen een 2,26 procent lager rendement (buitengewoon rendement 0,89 procent, niet significant) dan vrouwen bij de telefonische orderlijn en houden aandelen gemiddeld 6,90 dagen korter in bezit.

Bij internettransacties is dit precies andersom. Mannen halen een 2,88 procent hoger rendement (buitengewoon rendement 3,47 procent) en houden ze aandelen 3,07 dagen langer in bezit. Mannen beleggen dus slechter via de telefonische orderlijn, maar beter via internet dan vrouwen. Het grotere aantal transacties voor de mannen leidt dus niet per definitie tot een lager rendement.

Leeftijd

In tabel 4 zijn de resultaten naar leeftijdsklassen terug te vinden. Er zijn geen duidelijke verbanden te zien tussen de leeftijd van de beleggers en het rendement of de tijd in bezit van de round-trips. De verschillen tussen de telefonische orderlijn en internet, zoals die eerder naar voren kwamen, zijn daarom niet het gevolg van het hogere percentage oudere beleggers via de telefonische orderlijn.

Wat niet in deze tabellen is te zien, maar wel opvalt, is dat de leeftijdsklasse tussen de veertig en vijftig jaar via internet minder winnaars dan verliezers heeft gerealiseerd en dat de leeftijdsklasse vanaf zestig jaar winnaars langer in bezit houdt dan verliezers. Het dispositie-effect geldt dus niet voor de leeftijdsklasse vanaf zestig jaar.

Conclusie

Het Nederlandse dispositie-effect bestaat. Bij de telefonische orderlijn worden winnaars gemiddeld 16,83 handelsdagen korter bezit gehouden dan verliezers. Bij internet is dit verschil 14,44. Slechts één leeftijdsklasse vormt hierop een uitzondering.

Het rendement van round-trips via de telefonische orderlijn is hoger dan via internet en de aanhoudtijd is langer. Een mogelijke reden hiervoor is dat internetbeleggers zichzelf meer overschatten en daarom frequenter handelen.

Bij de telefonische orderlijn scoren mannen een lager rendement dan vrouwen en houden ze aandelen korter in bezit, terwijl dit bij internet precies andersom is. De leeftijd van de onderzochte beleggers heeft geen duidelijke invloed op het rendement of de aanhoudtijd van een round-trip.

Afgezien van het verschil in transactiekosten maakt het voor het rendement niet uit via welk orderkanaal men belegt. Overmoedigheid is echter uit den boze

1 H.P. van Dijk, *Het gedrag van particuliere beleggers: empirisch onderzoek naar het disposition-effect*, afstudeerscriptie, Erasmus Universiteit Rotterdam, december 2001.

2 D. Kahneman en A. Tversky, Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica*, jrg. 47, 1979, blz. 263-291.

3 H.M. Shefrin en M. Statman, The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence, *Journal of Finance*, jrg. 40, 1985, blz. 777-790.

4 T. Odean, Are investors reluctant to realize their losses?, *Journal of Finance*, jrg. 53, 1998, blz. 1775-1798.

5 C. de Jong, Verstandige vrouwen beleggen beter, *ESB*, 23 februari 2001, blz. 186.

6 T. Odean en B. Barber, Online investors: do the slow die first, *Review of Financial Studies*, te verschijnen.

7 Bij het buitengewoon rendement wordt het werkelijk rendement gecorrigeerd voor het marktrendement.

