



Het doe-niets-advies voor beleggers

Auteur(s):

Leeuwen, I.W. van

De auteur is werkzaam bij Life van de Universiteit Maastricht.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4118, pagina 659, 3 september 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

Het doe-niets-advies voor beleggers

Auteur(s)

Leeuwen, I.W. van

De auteur is werkzaam bij Life van de Universiteit Maastricht.

Uitgave

ESB

Verschenen in

970903

82

4118

659

Rubriek

Uit de vakliteratuur

Trefwoord

Aandelenmarkten; Uit de vakliteratuur

Met niets doen kom je als belegger een heel eind, maar velen kunnen het niet laten om toch tussentijds hun effectenportefeuille aan te passen. Dit was voor Terrance Odean aanleiding om te onderzoeken of degenen die tussentijds hun portefeuille veranderen beter af zijn dan degenen die passief blijven. Gedurende zeven jaar bestudeerde Odean de beleggingen van klanten van een Amerikaanse effectenmakelaar.

Odean bekijkt wat er in deze periode (van januari 1987 tot en met december 1993) gebeurd is met de effectenrekeningen van 10.000 willekeurige klanten. Hij onderzoekt of het extra rendement van aandelen, die in de loop der tijd door klanten zijn gekocht om hun portefeuille aan te passen, groot genoeg is om de transactiekosten goed te maken. De conclusie is dat dit verschil onvoldoende is. Sterker nog: de aandelen die gekocht worden blijken het gemiddeld over termijnen van vier maanden, één jaar en twee jaar na de transactie, zelfs slechter te doen dan de verkochte aandelen ¹.

Odean probeert een verklaring te vinden voor deze weinig gelukkige keuzen van beleggers. Daartoe onderzoekt hij het verloop van de aandelenrendementen voordat koop of verkoop plaatsvindt. Daarbij vallen twee zaken op. Ten eerste dat, de aandelen die beleggers kopen over de vooraf-gaande twee jaar grotere absolute prijsveranderingen hebben ondergaan dan de aandelen die ze verkopen. Ten tweede valt op dat zij evenveel aandelen kopen die het in het verleden goed gedaan hebben (winners) als aandelen die het slecht deden (losers), maar ze verkopen veel meer winners dan losers.

Wat betreft het eerste merkt Odean op dat, aangezien beleggers de keuze hebben uit een enorme hoeveelheid aandelen, het aannemelijk is dat beleggers aankoop van die aandelen in overweging nemen waar hun aandacht op de een of ander manier naar toe getrokken wordt. Aandelen die het bijzonder goed of slecht doen, worden meer in de media besproken en hebben dus een grotere kans uiteindelijk gekocht te worden. Als de aandacht eenmaal gevestigd is op potentiële aan-kopen, hangt het van de ideeën van de belegger af of hij een winner of een loser koopt.

Hoe kan het dat beleggers juist die aandelen verkopen die het goed doen, terwijl de aandelen die zij kopen relatief weinig rendement blijken op te leveren? Bij de beoordeling komen psychologi-sche factoren om de hoek kijken. Zo blijken beleggers een sterke neiging te vertonen om winners te ver-kopen (voor het te laat is) en losers te behouden (om het verlies niet definitief te hoeven accepteren). Odean verwijst naar de 'disposition theory' die dit gedrag voorspelt ². Deze theorie zegt ook dat beleggers de winners selecteren op basis van een referentiepunt dat de belegger zelf bepaalt. Dat referentiepunt kan de aankoopkoers zijn, maar het is ook denkbaar dat het referentiepunt een voortschrijdend gemiddelde is van prijzen in het verleden. Een aandeel dat de afgelopen weken sterk in waarde gestegen is, kan boven het referentiepunt terecht komen en zo een kandidaat voor verkoop worden.

De echte 'puzzle' zit hem in de verklaring van het treurige verloop van de rendementen na de transactie. Het zou kunnen zijn dat actieve beleggers het slachtoffer worden van een kudde-effect. Door over te stappen op opvallende aandelen, kan het zo zijn dat deze beleggers horen bij de laatste groep kopers die bijdragen aan de koersstijging van een overgewaardeerd aandeel. Bij het vrij komen van nieuwe informatie zullen deze aandelen in waarde dalen en zullen beleggers van het laatste uur als eerste verlies lijden.

Een verklaring waar Odean zelf het meest vertrouwen in heeft, is dat beleggers nuttige informatie hebben maar deze verkeerd interpreteren. Odean verwijst naar verschillende modellen waarin beleggers de nauwkeurigheid van hun informatie overschatten. Als beleggers nuttige informatie ontvangen maar deze systematisch op verkeerde wijze interpreteren, is het mogelijk dat zij aandelen kopen die het vervolgens slechter doen dan de aandelen die zij verkopen. Wat ook de oorzaken zijn van de matige prestaties van beleggers, zolang de beslissingen die zij nemen hun winsten alleen maar doen dalen, lijkt niet handelen de beste strategie. Zitten op je handen dus

1 T. Odean, *Do investors trade too much?*, University of California working paper.

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