



Verandering portefeuille kost belegger geld

Auteur(s):

Veld, C.

*Vakgroepen Financiering en Fiscale Economie van de Katholieke Universiteit Brabant.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4223, pagina 715, 1 oktober 1999

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

uit, de, vakliteratuur, beleggen

Gedurende de laatste jaren is sprake van een toenemende belangstelling bij particulieren voor aandelenbeleggingen. Dit wordt onder andere veroorzaakt door de stijgingen in zowel de reële inkomens als de particuliere vermogens. Een andere oorzaak ligt uiteraard in de sterke stijgingen van de aandelenbeurzen, waarbij de Nederlandse aandelenbeurs zelfs nog betere prestaties laat zien dan de overige aandelenbeurzen.

Wat is de optimale strategie voor een particuliere belegger? Moet hij kiezen voor een zogenaamde buy-and-hold strategie, waarbij hij een aandelenportefeuille koopt die hij ongewijzigd laat gedurende een lange tijd? Of moet hij juist een actieve houding aannemen, waarbij hij het resultaat tracht te verbeteren door met enige regelmaat wijzigingen in zijn portefeuille aan te brengen? Een antwoord op deze vraag wordt gegeven in een recent onderzoek door Barber en Odean ¹.

De auteurs maken gebruik van een dataset met aandelenbeleggingen door Amerikaanse particulieren. Deze dataset bevat de gegevens van 66.465 huishoudens die in de periode 1991-1996 tenminste in één maand in aandelen belegden. De analyse is beperkt tot directe aandelenbeleggingen zodat beleggingen in opties, warrants, beleggingsfondsen en dergelijke niet in de dataset zijn opgenomen.

Barber en Odean vinden een gemiddeld rendement voor particuliere beleggers, vóór aftrek van transactiekosten, van 18,7%. Na aftrek van transactiekosten zijn de resultaten uiteraard slechter. De gemiddelde belegger haalt dan een netto rendement van 16,4%.

Uitsplitsing van de beleggers naar de frequentie van handelen, levert een opmerkelijk resultaat. In het algemeen blijkt dat particulieren actieve handelaren zijn. De gemiddelde particulier verandert maar liefst 75% van zijn aandelenportefeuille in een jaar. De 20% meest actieve handelaren veranderen zelfs 250% van hun portefeuille ofwel tweeënhalf keer de hele portefeuille, op jaarbasis. Het onderzoek wijst uit dat deze laatste groep het slechtst presteert; na aftrek van transactiekosten bedraagt het netto jaarlijks rendement slechts 11,4%. Dit is aanzienlijk minder dan het rendement van de 20% minst actieve beleggers die gemiddeld een netto rendement van 18,5% halen.

Barber en Odean onderzoeken eveneens waar deze slechtere prestatie vandaan komt. Zij stellen daarbij een tweetal hypothesen tegenover elkaar. De eerste hypothese luidt dat beleggers rationeel zijn en dat ze alleen handelen indien de marginale opbrengsten van handelen groter zijn dan de marginale kosten. Deze hypothese stelt dat de groep die veel handelt tenminste een even goed resultaat zal halen als de groep die weinig handelt. De tweede hypothese luidt dat beleggers een te groot zelfvertrouwen hebben. Volgens deze hypothese zal het resultaat van de beleggers die veel handelen slechter zijn dan het resultaat van de groep beleggers die weinig handelt. Toetsing levert bevestiging van de tweede hypothese op. Indien de rendementen na transactiekosten, gecorrigeerd voor risico's, worden vergeleken is het duidelijk dat de groep die veel handelt aanzienlijk slechter presteert dan de groep die weinig handelt.

Ook een aantal andere (rationele) oorzaken voor het verschil in handelsgedrag is door de auteurs onderzocht. De eerste mogelijkheid is dat beleggers hun portefeuille regelmatig aanpassen omdat zij behoefte hebben aan liquiditeit, bijvoorbeeld voor de betaling van rekeningen. Barber en Odean stellen echter dat een jaarlijkse portefeuille-aanpassing van 250% onmogelijk kan worden verklaard door een behoefte aan liquiditeit. Bovendien zou die behoefte veel goedkoper (minder transactiekosten) kunnen worden gerealiseerd door beleggingen in beleggingsfondsen dan door aandelenbeleggingen. De tweede mogelijkheid is dat beleggers hun portefeuilles aanpassen (herbalanceren) om aan een bepaald risicoprofiel te kunnen blijven voldoen. Echter, de gemiddelde belegger in hun onderzoek houdt niet meer dan vier aandelen tegelijkertijd aan. Herbalancering als een verklaring voor de aanpassing van 250% van de portefeuille is niet logisch voor een belegger die slechts zo weinig verschillende aandelen aanhoudt. Ook hier geldt bovendien dat dit veel eenvoudiger kan worden gerealiseerd door een belegging in een beleggingsfonds. De derde mogelijke oorzaak heeft betrekking op een Amerikaanse belastingmaatregel. Volgens deze regel kunnen vermogensverliezen in mindering worden gebracht op de te betalen belasting. Nadere analyse laat echter zien dat het evenmin mogelijk is het gedrag geheel uit belastingoverwegingen te verklaren. Een laatste mogelijke oorzaak is dat beleggers veel handelen omdat zij graag een gokje wagen. Barber en Odean onderzoeken of beleggers een deel van hun portefeuille gebruiken om te 'spelen'. Maar ook dit blijkt niet het geval te zijn.

De belangrijkste conclusie uit het onderzoek is daarmee dat beleggers die relatief vaak handelen een slechter resultaat boeken dan beleggers die relatief weinig handelen. Dit resultaat wordt niet verklaard door rationale factoren, maar wordt veroorzaakt door een te groot zelfvertrouwen. Op grond van dit onderzoek is het beste advies voor de particuliere belegger dan ook om te kiezen voor een buy-and-hold portefeuille.

1 B.M. Barber en T. Odean, Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors', te verschijnen in: *The Journal of Finance*, 1999.

Copyright © 1999 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)