

Investorenverhalten während der Finanzkrise

PRIVATANLEGER Die Finanzkrise von 2007 bis 2009 hatte erhebliche Auswirkungen auf individuelle Investoren. Sowohl die subjektiven Einschätzungen und Erwartungen als auch das Verhalten während der Krise unterlagen starken Schwankungen. Im folgenden Beitrag werden diese Faktoren in Verbindung mit der von den Investoren erzielten Performance gebracht. Insbesondere Anleger mit einer hohen Renditeerwartung, einer hohen Risikoaversion, einem hohen Investmentvermögen und einem geringem Portfolioumsatz erzielten einen überdurchschnittlichen Anlageerfolg. *Arvid O. I. Hoffmann | Thomas Post | Joost M. E. Pennings*

Keywords: Börse, Aktienanlage, psychometrische Faktoren

Individuelle Investoren wurden durch die Finanzkrise von 2007 bis 2009 stark getroffen. Viele Anleger verloren mehr als die Hälfte ihres Portfoliowerts, und einige scheinen sich deswegen sogar vollständig

Privatanleger sind möglicherweise weniger ängstlich und irrational, als häufig vermutet wird.

aus dem Aktienmarkt zurückgezogen zu haben. Während mittlerweile sehr viel bekannt ist über die Ursachen sowie die Auswirkungen der Krise auf Immobilienmärkte (Demyanyk and Van Hemert 2010; Foote et al. 2008; Piskorski, Seru and Vig 2010), Finanzinstitutionen (Shin 2009; Wagner 2010) und institutionelle Anleger (Ivashina and Scharfstein 2010; Longstaff 2010), ist überraschend wenig bekannt über die subjektiven Einschätzungen und Erwartungen, das Handelsverhalten und den Anlageerfolg individueller Investoren (Hoffmann, Post and Pennings 2011; Nosisic and Weber 2010; Weber, Weber and Nosisic 2010).

Auf der Basis eines einzigartigen Längsschnittdatensatzes niederländischer Investoren wurden die subjektiven Einschätzungen und Erwartungen, das Handelsverhalten und der Anlageerfolg zwischen April 2008 und März 2009 analysiert und Zusammenhänge identifiziert. In den Beobachtungszeitraum fallen viele der Ereignisse, die die Aktienmärkte weltweit am stärksten beeinträchtigten: zum Beispiel Insolvenzen oder durch Staatseingriff bereinigten Schieflogen, wie Lehman Brothers und AIG in den USA und Fortis, ING und RBS in Europa.

Beschreibung des Datensatzes

Der analysierte Datensatz besteht zum einen aus den vollständigen Transaktions- und Portfoliodaten einer Stichprobe von Kunden des bedeutendsten niederländischen Onlinebrokers. Zum anderen besteht er aus den Ergebnissen von zwölf monatlich durchgeführten Umfragen unter diesen Kunden, in denen mittels psychometrischer Verfahren subjektive Einschätzungen und Erwartungen gemessen wurden. Im Einzelnen wurden in den jeweils am Ende eines Monats durchgeführten Umfragen die subjektiven Renditeerwartungen (niedrige bis hohe Renditeerwartung), Risikoeinschätzungen (ge-

ringes bis hohes Risiko) und Risikoeinstellungen (risikoavers bis risikofreudig) der Investoren in Bezug auf den Aktienmarkt bestimmt.

Für die Untersuchung konnten die Daten von 1.376 Investoren ausgewertet werden, die im Verlauf der zwölf Monate mindestens einen Onlinefragebogen ausgefüllt hatten. Von diesen Investoren sind 8 % Frauen. Der durchschnittliche Investor ist 52 Jahre alt, hat seit 3,4 Jahren ein Konto beim Onlinebroker, hat ein Anlagevermögen von 52.332 € und führt 8,8 Handelstransaktionen pro Monat durch.

Handelsverhalten und erzielte Renditen

► **1** zeigt, dass sowohl der Prozentsatz der Investoren, die aktiv handeln, als auch deren Portfolioumsatz im Zeitablauf schwanken, wobei eine deutliche Zunahme in den wohl für den Aktienmarkt kritischsten Monaten September und Okto-

Eine bessere Performance erzielen Investoren, die risikoärmere und dementsprechend krisenfestere Portfolios wählen.

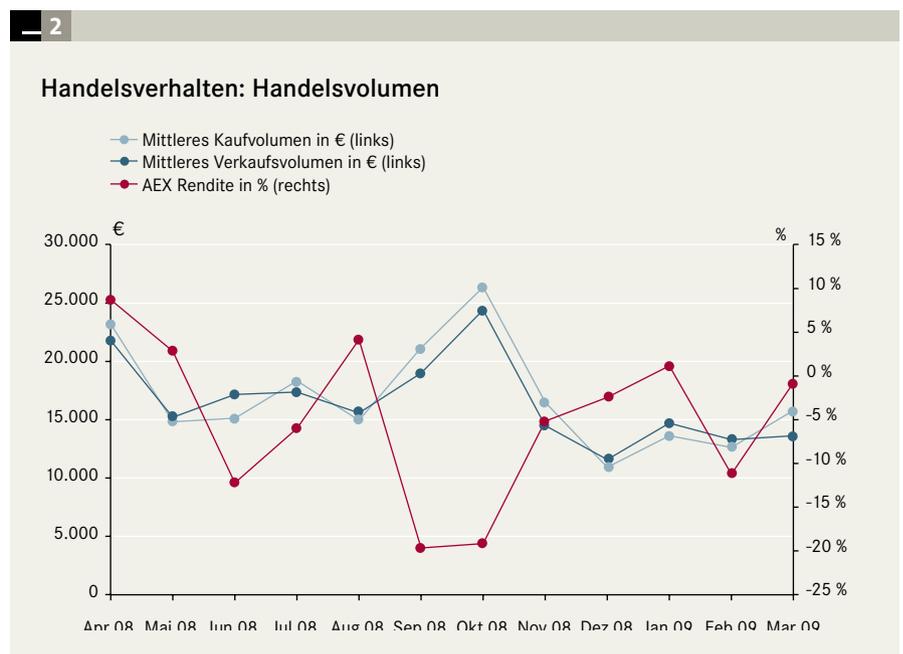
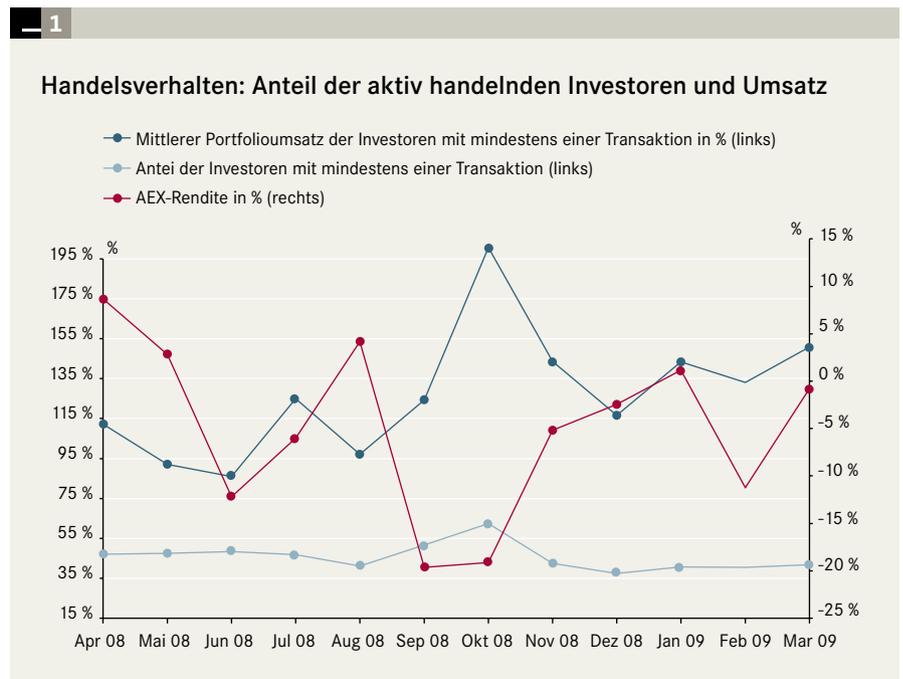
ber 2008 (unter anderem Lehman, AIG) zu erkennen ist. Wie einschneidend die Krise für den Aktienmarkt im Verlauf der zwölf Monate der Beobachtungsperiode war, ist an der monatlichen Rendite des niederländischen Aktienindex AEX zu erkennen.

In ► 2 wird weiterhin deutlich, dass insbesondere in den Monaten September und Oktober sowohl das Kauf- als auch das Verkaufsvolumen der Investoren stark ansteigen und die Investoren netto höhere Volumen kaufen als sie verkaufen. Da die Investoren der Stichprobe im Wesentlichen Aktien und Aktienoptionen handeln, ist darin kein Hinweis auf Portfolioumschichtungen hin zu risikolosen Investments zu erkennen, sondern eher darauf, dass die Investoren versuchen, die Krisenmonate zu nutzen um günstig in den Markt einzusteigen.

Im Hinblick auf die Performance sind, wie ► 3 veranschaulicht, Investoren in den Krisenmonaten nicht in der Lage, den Markt dauerhaft zu schlagen. Dies bestätigen auch Ergebnisse früherer Studien für den niederländischen Markt aus der Zeit vor der Krise (Bauer, Cosemans and Eichholtz 2009). Am Handelsverhalten der Investoren ist insbesondere interessant, dass es trotz der verheerenden Einbrüche am Aktienmarkt und entsprechender Einbußen bei den individuellen Portfoliovermögen es zu keinen Panikverkäufen oder Liquidierungen kompletter Portfolios kommt.

Einschätzungen und Erwartungen der Investoren

Nachfolgend stellen ► 4 und ► 5 den Verlauf der am Ende jedes Monats mittels Onlinefragebogen erhobenen subjektiven Einschätzungen der Investoren im Hinblick auf ihre Renditeerwartung, Risikoeinstellung und Risikowahrnehmung sowie den niederländischen Aktienmarkindex AEX während der Krise dar. Die monatlichen Schwankungen der Renditeerwartung werden sehr stark durch die



Entwicklung des Aktienmarktes im jeweils abgelaufenen Monat beeinflusst ► 4. Hohe Renditen am Aktienmarkt erzeugen hohe Renditeerwartungen, niedrige Renditen führen zu geringen Renditeerwartungen.

Grundsätzlich ähnlich verhalten sich die persönlichen Risikoeinstellungen (Ri-

sikoaversion) und Risikowahrnehmungen ► 5. Insbesondere die persönliche Risikoaversion fluktuiert weitaus schwächer als die Risikowahrnehmung (Nosic and Weber 2010). Grundsätzlich hinterlassen die dramatischen Entwicklungen am Aktienmarkt deutliche Spuren in den Einschätzungen und Erwartungen. Jedoch

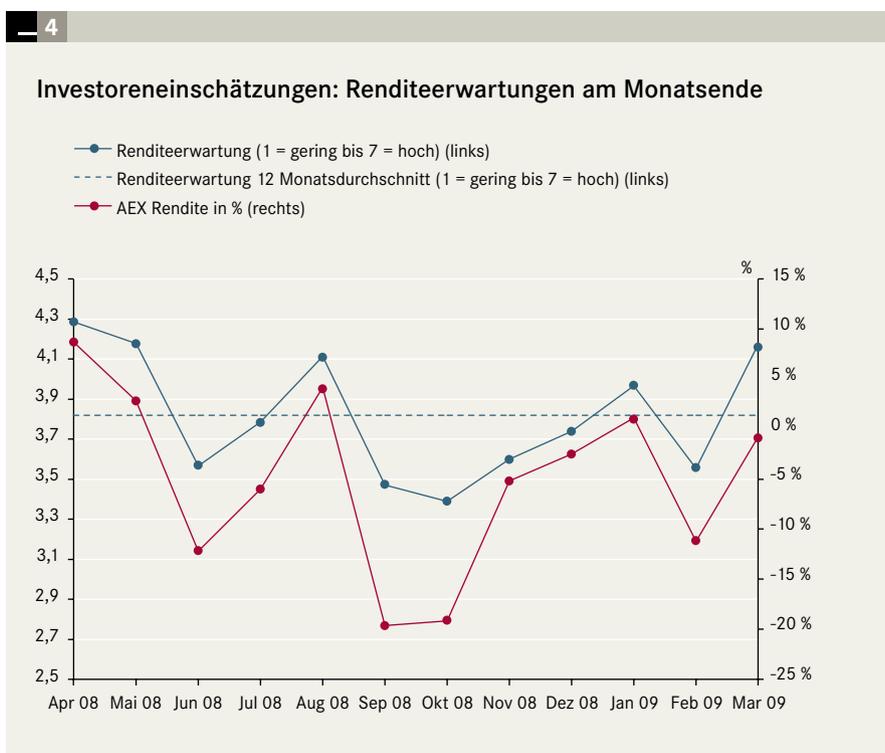
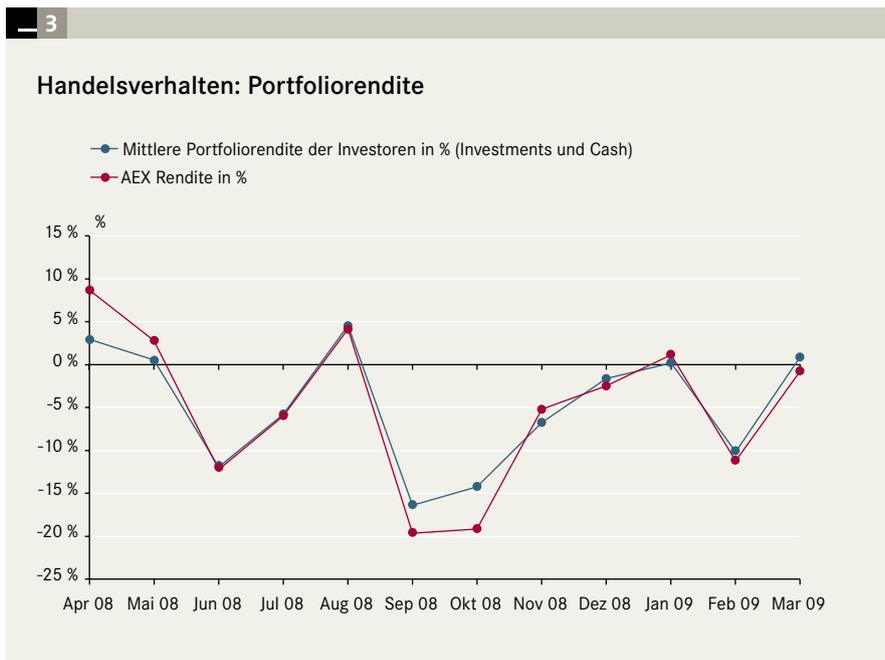
scheint es zu keinen langfristigen Effekten zu kommen. Am Ende der zwölf Monate des Beobachtungszeitraums überschreiten die Einschätzungen und Erwartungen ihre Durchschnittswerte, teilweise sogar die zu Beginn der Datenerhebung ermittelten Werte.

Einfluss auf den Anlageerfolg

In ► 6 werden die auf Basis eines Regressionsmodells ermittelten Bestimmungsfaktoren des Anlageerfolgs der individuellen Anleger während der Finanzkrise dargestellt. Als Performancemaß kommt dabei die Sharpe-Ratio zur Anwendung, in die sowohl Anlagerendite als auch Anlagerisiko (Standardabweichung) einfließen. Statistisch signifikant höhere Sharpe-Ratios, das heißt eine bessere Performance, erzielen demnach Investoren, die eine hohe Renditeerwartung aufweisen und risikoavers sind, da sie wie an anderer Stelle gezeigt wird, risikoärmere und dementsprechend krisenfestere Portfolios wählen (Hoffmann, Post and Penning 2011). Auch Anleger mit hohem Anlagevermögen schneiden im Durchschnitt besser ab. Ein hoher Portfolioumsatz in Relation zum Anlagevermögen führt hingegen, wie bereits in früheren Studien gezeigt, aufgrund der Akkumulation von Transaktionskosten zu einem verminderten Anlagerfolg (Barber and Odean 2000). Investoren, die höhere Kauf- als Verkaufsvolumen aufweisen, erzielen ebenfalls eine unterdurchschnittliche Performance, da sie sich in einen im Verlauf (April 2008 bis März 2009) zumeist fallenden Markt einkaufen.

Schlussfolgerungen

Individuelle Investoren in den Niederlanden weisen während der Finanzkrise starke Schwankungen in ihrer Renditeerwartung, Risikoeinstellung und der Risikowahrnehmung auf. Der Rückgang der Renditeerwartungen, der Anstieg der Risikoaversion und Risikowahrnehmung während des Höhepunkts der Krise und



die nachfolgend schnelle Erholung dieser Indikatoren lassen vermuten, dass Privatanleger möglicherweise weniger ängstlich und irrational sind, als häufig vermutet wird. Die Analyse zeigt aber auch, dass viele Investoren während der Fi-

nanzkrise zum falschen Zeitpunkt zu viel handeln.

Ein weiteres wichtiges Resultat der Untersuchung ist, dass eine Kombination von individuellen psychometrischen Längsschnittdaten mit individuellen

5

Investoreneinschätzungen: Risikoeinstellung und Risikowahrnehmung am Monatsende

- Risikoeinstellung (1 = risikomeidend bis 7 = risikofreudig) (links)
- Risikowahrnehmung (1 = hohes Risiko bis 7 = geringes Risiko) (links)
- Risikoeinstellung 12 Monatsdurchschnitt (1 = risikomeidend bis 7 = risikofreudig) (links)
- Risikowahrnehmung 12 Monatsdurchschnitt (1 = hohes Risiko bis 7 = geringes Risiko) (links)
- AEX Rendite in % (rechts)



6

Bestimmungsfaktoren des risikoadjustierten Anlageerfolgs individueller Investoren während der Finanzkrise

	Sharpe-Ratio Koeffizient	
Renditeerwartung vorhergehender Monat	0,0318	***
Änderung der Renditeerwartung	0,0440	***
Risikoeinstellung vorhergehender Monat	-0,0155	**
Änderung der Risikoeinstellung	-0,0108	*
Risikowahrnehmung vorhergehender Monat	0,0013	
Änderung der Risikowahrnehmung	-0,0015	
Geschlecht (1 = weiblich)	-0,0042	
Alter	-0,0007	
Anlageerfahrung beim Onlinebroker (in Jahren)	0,0009	
Ln (Portfoliovermögen)	0,0282	***
Portfolioumsatz	-0,0135	**
Mittlere Orderhöhe in € / 1.000	0,0006	
Kauf-Verkauf Volumen Verhältnis	-0,0381	***
Konstante	-0,3438	***
N	3.882	
R ²	0,3601	

Diese Tabelle enthält die Resultate eines linearen Panelmodells mit Time Fixed Effects. Die abhängige Variable ist die modifizierte Sharpe-Ratio. Die modifizierte Sharpe-Ratio ermöglicht konsistente Performancerankings auch in Zeiten negativer Renditen, siehe dazu Israelsen (2005). * / ** / *** = Resultate sind statistisch signifikant auf dem 10 %, 5 %, of 1 % Niveau.

Transaktionsdaten helfen kann, das Verhalten und den Anlageerfolg von Investoren besser zu verstehen. Eine regelmäßige Erfassung psychometrischer Daten könnte deshalb zu einem wichtigen Baustein eines Frühwarnsystems werden, mit dem Aktienmarktkrisen erkannt und mittels einer integrierten, an den Investoren ausgerichteten Kommunikations- und Informationspolitik möglicherweise verhindert oder zumindest eingedämmt werden können. ■

Autoren: Arvid O. I. Hoffmann und Thomas Post sind Assistant Professor of Finance Maastricht University, Marketing-Finance Research Lab, Net-spar Research Fellow. Joost M. E. Pennings ist Professor of Finance Maastricht University, Wageningen University, University of Illinois at Urbana-Champaign, Marketing-Finance Research Lab.

Literatur

Barber, B. M. and T. Odean (2000), „Trading is Hazardous to Your Wealth: the Common Stock Investment Performance of Individual Investors,“ *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.

Bauer, R., M. Cosemans, and P. M. A. Eichholtz (2009), „Option Trading and Individual Investor Performance,“ *Journal of Banking and Finance*, 33(4), 731-46.

Demyanyk, Y. and O. Van Hemert (im Erscheinen), „Understanding the Subprime Mortgage Crisis,“ *Review of Financial Studies*.

Foote, C. L., K. Gerardi, L. Goette, and P. S. Willen (2008), „Just the Facts: An Initial Analysis of Subprime's Role in the Housing Crisis,“ *Journal of Housing Economics*, 17(4), 291-305.

Hoffmann, A. O. I., T. Post, and J. M. E. Pennings (2011), „Individual Investor Perceptions, Behavior, and Performance during the Financial Crisis,“ SSRN Arbeitspapier, <http://ssrn.com/abstract=1717984>.

Israelsen, C. (2005), „A Refinement to the Sharpe Ratio and Information Ratio,“ *Journal of Asset Management*, 5(6), 423-7.

Ivashina, V. and D. S. Scharfstein (2010), „Bank Lending during the Financial Crisis of 2008,“ *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-39.

Longstaff, F. A. (2010), „The Subprime Credit Crisis and Contagion in Financial Markets,“ *Journal of Financial Economics*, 97(3), 436-50.

Nosic, A. and M. Weber (2010), „How Riskily Do I Invest? The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions, and Overconfidence,“ *Decision Analysis*, 7(3), 282-301.

Piskorski, T., A. Seru, and V. Vig (2010), „Securitization and Distressed Loan Renegotiation: Evidence from the Subprime Mortgage Crisis,“ *Journal of Financial Economics*, 97(3), 369-97.

Shin, H. S. (2009), „Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis,“ *Journal of economic perspectives*, 23(1), 101-19.

Wagner, W. (2010), „Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises,“ *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 373-86.

Weber, M., E. U. Weber, and A. Nosic (2010), „Who Takes Risks When and Why: Determinants of Changes in Investor Risk Taking,“ SSRN Arbeitspapier, <http://ssrn.com/abstract=1441273>.