

## **Erkenntnisse zur Handelsaktivität von Privatanlegern**

Eine große Zahl von Studien der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung hat das Verständnis der Verhaltensweisen von Privatanlegern in den zurückliegenden Jahrzehnten deutlich erweitert und vertieft. Insbesondere hat sich gezeigt, dass Anleger sich vielfach nicht optimal verhalten, sondern bei Finanzentscheidungen eine Reihe systematischer Fehler machen. Ein in der wissenschaftlichen Literatur vieldiskutierter Fehler ist die Tatsache, dass Privatanleger zu viel handeln, d.h. dass sie durch weniger handeln (z.B. durch eine passive Anlagestrategie) eine höhere Rendite erzielen könnten. Dieser Beitrag soll einen Überblick über die Forschungserkenntnisse zur Handelsaktivität von Privatpersonen geben und dabei insbesondere der Frage nachgehen, wodurch sich dieses Verhalten erklären lässt.

### **Handeln Anleger tatsächlich zu viel?**

Eine Reihe wissenschaftlicher Studien dokumentiert die ausgeprägte Handelsaktivität von Privatanlegern am Finanzmarkt. So finden beispielsweise Barber und Odean (2000) in ihrem U.S. Datensatz, dass das Handelsvolumen in Aktien eines durchschnittlichen Haushaltes 75% des Aktienportfoliowerts entspricht. Handeln verursacht jedoch Kosten und so stellt sich die Frage, ob Anleger „zu viel“ handeln, d.h. ob sie sich nicht besser stellen würden, wenn sie weniger handeln oder ganz auf ein passives Portfolio setzen würden.

Die Ergebnisse des Finanzökonomen Terrance Odean (1999) legen dies in der Tat nahe. Er hat sich unter anderem mit dieser Frage beschäftigt und hierzu das Handelsverhalten von Kunden eines U.S. Discountbrokers analysiert. Er hat untersucht, ob die Handelsaktivitäten der Privatanleger ausreichend Gewinn generieren um die entstandenen Handelskosten zu decken. Dies ist aber nicht der Fall. Odean zeigt, dass neu gekaufte Wertpapiere sogar schlechter abschneiden als die Wertpapiere, die verkauft werden. Dies gilt auch dann, wenn die Verkäufe nicht auf ein konkretes Handelsbedürfnis wie beispielsweise Liquiditätsbedarf oder Rebalancing des Portfolios zurückzuführen sind. Die Transaktionen der Anleger sind demnach schädlich für die Performance; Anleger handeln „zu viel“.

In einer weiteren Studie haben Barber und Odean (2000) erneut Daten eines U.S. Discountbrokers ausgewertet und die Handelsaktivitäten sowie die Portfoliorenditen der Privatanleger untersucht. Ein Vergleich der Bruttorenditen zeigt, dass es hier kaum Unterschiede zwischen Personen die viel und Personen die wenig handeln gibt. Vergleicht man nun jedoch die Nettorenditen zeigen sich deutliche Unterschiede: Anleger die viel handeln erzielen eine durchschnittliche jährliche Rendite von 11,4%, während Anleger, die wenig handeln, 18,5%

verdienen. Die Autoren zeigen weiter, dass die Privatanleger vor Kosten etwa gleich gut abschneiden wie ein Portfolio aus NYSE, AMEX und NASDAQ Aktien. Das Marktportfolio erzielt eine durchschnittliche jährliche Rendite von 17,9%, der durchschnittliche Anleger verdient 18,7%. Berücksichtigt man nun die Handelskosten in Form von Bid-Ask Spread und Kommissionen erzielt der durchschnittliche Anleger nur noch eine durchschnittliche jährliche Rendite von 16,4%. Die Autoren halten fest, dass es die Häufigkeit des Handelns und die Handelskosten sind, die zu der schlechten Wertentwicklung der Portfolios führen und nicht die Portfolioselektion.

Eine Herausforderung in den Untersuchungen stellt die Frage dar, wie hoch genau die Kosten des aktiven Handelns sind. Um diesen Aspekt präziser zu berücksichtigen nutzen die Autoren Barber, Lee, Liu und Odean (2009) Daten aus Taiwan. Die Daten umfassen die Transaktionen aller Personen, die am taiwanischen Aktienmarkt im Zeitraum 1995 bis 1999 handeln. Die Ergebnisse zeigen, dass Privatanleger durch ihre Handelsaktivitäten verlieren, wohingegen institutionelle Anleger gewinnen. Dies ist dabei auch konsistent mit der Tatsache, dass es zu jeder Transaktion eine Gegenpartei gibt, die im Falle von Privatanlegern meist der besser informierte institutionelle Anleger ist.

### **Konkurrierende Erklärungsansätze**

Nachdem nun gezeigt wurde, dass Anleger „zu viel“ handeln stellt sich die Frage, woran das liegt. Eine Möglichkeit wären rationale Gründe wie beispielsweise bessere Informationen zu einem Wertpapier. Die Grundidee ist dabei ein Abwägen zwischen den Kosten des Handelns und dem Nutzen des Handelns. Nur wenn die erwartete Rendite die entstehenden Kosten kompensiert, wird gehandelt (vgl. dazu auch Grossmann und Stiglitz, 1980). Die Ergebnisse der oben genannten Studien sprechen jedoch gegen eine rationale Erklärung. Alternativ könnten gegebenenfalls Liquiditätserfordernisse, das Rebalancing des Portfolios, Risikoanpassungen oder Transaktionen zur Ausnutzung von Steuereffekten die Handelsaktivitäten der Anleger erklären. Diese Gründe erklären auch möglicherweise einen Teil des Handelsvolumens, doch ist das Volumen der Privatanleger zu hoch, als dass es ausschließlich durch diese Punkte erklärt werden könnte (Barber und Odean, 2000). In der wissenschaftlichen Literatur existieren daher auch eine Reihe weiterer Erklärungsansätze aus der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung, die im Folgenden näher dargestellt werden.

### *Overconfidence*

Ein vielversprechender Erklärungsansatz stellt das Konzept der Overconfidence dar. Darunter versteht man die Tatsache, dass Personen ihr Wissen bzw. ihre Fähigkeiten überschätzen. In einem Finanzmarktkontext bedeutet dies, dass sie (i) die Volatilität von Wertpapierkursen unterschätzen und ihre Informationen für präziser halten als sie es tatsächlich sind sowie (ii) glauben, dass ihre Selektionsfähigkeiten besser sind, als das tatsächlich der Fall ist.

In einer theoretischen Arbeit untersucht Odean (1998), welchen Einfluss es auf Finanzmärkte hat, wenn die Marktteilnehmer overconfident sind. Eine Person, die overconfident ist, ist sich in dem entwickelten Modell zu sicher hinsichtlich der Präzision ihrer Informationen. Es ist eine der zentralen Vorhersagen der Arbeit, dass Overconfidence zu einem steigenden Handelsvolumen führt. Der Grund dafür ist, dass die Teilnehmer unrealistische Erwartungen hinsichtlich des zu realisierenden Gewinns haben. Daher handeln sie auch dann, wenn die (rational) zu erwartende Rendite die entstehenden Handelskosten nicht decken kann. Etwas strenger formuliert bedeutet dies, dass die Anleger glauben sie verfügen über nützliche Informationen, obwohl sie eigentlich keine brauchbaren Informationen besitzen.

In einer empirischen Arbeit testet Odean (1999) die Hypothese, dass Overconfidence die ausgeprägte Handelsaktivität erklären kann, und kommt zu dem Ergebnis, dass dies der Fall ist. Seine Untersuchungen zeigen jedoch, dass Overconfidence hinsichtlich der Präzision von Informationen alleine die Ergebnisse nicht erklären kann. Um die Ergebnisse erklären zu können müssen Anleger seiner Auffassung nach nicht nur über schlechtere Informationen verfügen, als sie dies selbst annehmen, sondern die Anleger müssen diese auch noch falsch interpretieren. Somit sind sie auch overconfident hinsichtlich ihrer Fähigkeit, Informationen richtig interpretieren zu können. In einer viel beachteten Studie finden Barber und Odean (2000) ebenfalls Belege dafür, dass Overconfidence eine der Ursachen ist.

Die bisherigen Arbeiten stellen auf die Performance von Käufen und Verkäufen bzw. auf die Performance des Portfolios ab, um besser zu verstehen, welche Rolle Overconfidence im Gegensatz zu rationalen Erklärungsansätzen spielt. Barber und Odean (2001) sind hier etwas deutlicher und vergleichen das Verhalten von Männern und Frauen. Psychologischen Studien zufolge sind Männer für gewöhnlich stärker overconfident als Frauen. In ihrer Studie zeigen die Autoren nun, dass Männer stärker handeln als Frauen, und werten dies als (weiteren) Beleg für den Einfluss von Overconfidence.

Insgesamt argumentieren die bisherigen Studien, dass die Anleger overconfident sind im Hinblick auf die Präzision ihrer Informationen und dass sich dies auf die Handelsaktivität

auswirkt. Glaser und Weber (2007) untersuchen hingegen den Einfluss unterschiedlicher Ausprägungen von Overconfidence und unterscheiden u.a. zwischen dem Überschätzen des eigenen Wissens und dem Überschätzung der eigenen Fähigkeiten. Die Autoren erheben diese unterschiedlichen Ausprägungen mittels eines Fragebogens bei Privatanlegern eines Onlinebrokers und untersuchen daraufhin den Zusammenhang zwischen diesen Maßen und dem Handelsverhalten der Umfrageteilnehmer. Sie finden dabei im Gegensatz zu anderen Studien, dass Overconfidence hinsichtlich des Wissens, d.h. hinsichtlich der Präzision eigener Informationen keinen Einfluss auf das Handelsverhalten hat, während Anleger, die glauben über bessere Investmentfähigkeiten zu verfügen als der Durchschnitt (dies aber ex post nicht zutrifft) mehr handeln. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Dorn und Hubermann (2005) sowie Grinblatt und Keloharju (2009).<sup>1</sup>

### *Zusätzlicher Nutzen*

Im Rahmen der Abwägung von Kosten und Nutzen der Handelsaktivitäten wurde als Nutzen bislang die erzielte Rendite betrachtet. Es ist aber durchaus möglich, dass auch andere Faktoren dem Anleger einen Nutzen bringen und damit die ausgeprägte Handelstätigkeit erklären. Das Handeln an Finanzmärkten kann beispielsweise als eine Freizeitbeschäftigung aufgefasst werden. Es kann dem Anleger Spaß machen, sich mit Wertpapieren auseinanderzusetzen, da er so besser die Möglichkeit hat, sich mit anderen Anlegern über Strategien auszutauschen. Falls das so ist, ist der Nutzen des Handelns für die Privatanleger größer als zunächst angenommen. Dies wiederum beeinflusst die Kosten-Nutzen Rechnung und kann gegebenenfalls das hohe Handelsvolumen auch vor dem Hintergrund der schlechten Performance privater Anleger erklären.

Grinblatt und Keloharju (2009) zeigen, dass Anleger, die ein großes Sensationsbedürfnis haben, auch tatsächlich mehr handeln. Solche Personen suchen nach neuen, intensiven Erfahrungen in Bezug auf beispielsweise physische oder finanzielle Risiken. Diese Personen zeigen eine stärkere Tendenz für Verhalten, welches man bei anderen Personen weniger beobachtet, wie eine riskante Fahrweise oder Glücksspiel. Die Autoren argumentieren, dass im Rah-

---

<sup>1</sup> Gervais und Odean (2001) zeigen theoretisch, dass Overconfidence dadurch entsteht, dass Anleger erfolgreiche Investments auf ihre eigenen Fähigkeiten zurückführen und Misserfolge nicht (*self-attribution bias*). Dadurch sollte das Handelsvolumen nach positiven Marktphasen höher sein als nach negativen Marktphasen. Statman, Thorley und Vorkink (2006) zeigen, dass dies tatsächlich der Fall ist.

men der Teilnahme am Aktienmarkt insbesondere das regelmäßige Handeln durch die damit verbundene Abwechslung gerade Anlegern mit einem starken Sensationsbedürfnis einen Nutzen stiften sollte. Grinblatt und Keloharju messen das Sensationsbedürfnis dabei durch die Anzahl der Strafzettel aufgrund überhöhter Geschwindigkeit im Straßenverkehr und zeigen, dass Anleger mit einem derart stärkeren Sensationsbedürfnis auch tatsächlich mehr handeln.

Dieses Ergebnis wird durch die Ergebnisse der Studie von Dorn und Sengmueller (2009) bestätigt. Die Autoren zeigen mittels deutscher Daten, dass Anleger, die die Geldanlage unterhaltsam finden, auch mehr handeln. Sie argumentieren daher, dass der *nichtmonetäre* Nutzen die ausgeprägte Handelsaktivität von Privatanlegern erklären kann. Dorn, Dorn und Sengmueller (2015) zeigen zudem, dass die Handelstätigkeit von Privatanlegern in Aktien und Optionen bei hohen Lotteriejackpots zurückgeht, was konsistent ist mit der Idee einer Substitution zwischen dem Handeln riskanter Finanztitel und dem Spielen einer Lotterie.

### *Soziale Faktoren*

Ein weiterer Erklärungsansatz besteht im Einfluss sozialer Interaktion auf die Aktivitäten von Privatanlegern. Eine Reihe wissenschaftlicher Studien hat gezeigt, dass die Verhaltensweisen sozialer Kontakte sich auf das eigene Verhalten auswirken können. Es ist daher naheliegend zu untersuchen, inwieweit dies auch für die Handelsaktivitäten gilt.

Han und Hirshleifer (2015) haben diese Frage untersucht, indem sie ein theoretisches Modell entwickelt haben, indem die Anleger entweder eine aktive oder eine passive Anlagestrategie verfolgen. Die Anleger sprechen über ihre Strategien, aber asymmetrisch, d.h. sie berichten mehr über ihre Erfolge als über ihre Misserfolge. Wenn nun die aktive Strategie eine höhere Varianz besitzt, dann sind extreme Erfolge und extreme Misserfolge wahrscheinlicher als bei der passiven Strategie. Wenn im Gegensatz zu den Erfolgen die Misserfolge verschwiegen werden überschätzen die Anleger den Wert der aktiven Strategie, sofern sie nicht für diese Tatsache korrigieren. Dadurch breitet sich die aktive Strategie aus und auf diese Weise lässt sich eine starke aktive Handelstätigkeit erklären.

Während dieses Modell zunächst Vorhersagen liefert, testen Heimer und Simon (2014) diese Vorhersagen empirisch. Sie untersuchen dazu die Handelsaktivitäten von Mitgliedern eines sozialen Netzwerks für Währungshändler. Die Ergebnisse bestätigen dabei das theoretische Modell. Gute vergangene Performance führt zunächst zu mehr Kommunikation. Insgesamt handeln die Teilnehmer mehr, wenn andere Teilnehmer eine gute Performance erzielen und

darüber sprechen. In einer weiteren Studie zeigt Heimer (2014) ebenfalls, dass (informelle) Kommunikation aktive anstatt passive Strategien befördert.

### **Lernen Anleger aus ihren Fehlern?**

Die Ergebnisse der wissenschaftlichen Studien legen nahe, dass das viele und häufige handeln dem Vermögen von Privatanlegern schadet. Eine Frage, die sich anschließt ist, ob diese Anleger mit zunehmender Erfahrung bessere Entscheidungen treffen.

Seru, Shumway und Stoffman (2010) untersuchen dazu einen sehr detaillierten Datensatz finnischer Investoren und finden, dass einige Anleger mit zunehmender Erfahrung besser werden, während andere mit dem Handeln aufhören nachdem sie erkennen, dass sie über unzureichende Fähigkeiten verfügen. Die Autoren zeigen zudem, dass Erfahrung gemessen als die Anzahl an Transaktionen entscheidend ist, während Erfahrung gemessen als die Jahre an Handelserfahrung nur einen vernachlässigbaren Einfluss hat.

Daneben verfolgt Linnainmaa (2011) einen anderen Ansatz. In seinem Modell besteht Unsicherheit unter den Anlegern hinsichtlich ihrer Investmentfähigkeiten. Die Anleger handeln daher zunächst um herauszufinden, ob sie über gute Fähigkeiten verfügen oder nicht. Falls sie keine gute Performance erzielen werden sie dem Modell zufolge nach einiger Zeit nicht mehr weiter aktiv handeln. Barber, Lee, Liu und Odean (2014) testen diese Vorhersagen empirisch mit Daten zu Day Tradern aus Taiwan. Sie zeigen dabei, dass Trader in der Tat mit einer höheren Wahrscheinlichkeit mit dem Handeln aufhören, wenn diese eine schlechte Performance erzielt haben. Aber andererseits finden sie auch, dass die aggregierte Performance der Trader negativ ist und dass mehr als die Hälfte des Handels auf Trader zurückgeht, die viel Erfahrung besitzen und doch Verluste gemacht haben – was einem Lerneffekt widerspricht.

Gerade die letzten Ergebnisse basieren auf einer spezifischen Gruppe von Investoren und können nicht zwangsläufig auf andere Anleger, auf Privatanleger ganz allgemein, übertragen werden. Ungeachtet dessen sind die Ergebnisse gemischt; sie legen aber dennoch nahe, dass eine Existenz von Lerneffekten nicht verneint werden kann.

### **Literaturangaben**

Barber, B. M./Lee, Y./Liu, Y./Odean, T. (2009): Just how much do individual investors lose by trading? *Review of Financial Studies* 22, 609-632.

- Barber, B. M./Lee, Y./Liu, Y./Odean, T. (2014): Do day traders rationally learn about their ability? *Working Paper*, University of California, Berkeley.
- Barber, B. M./Odean, T. (2000): Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *Journal of Finance* 55, 773-806.
- Barber, B. M./Odean, T. (2001): Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
- Dorn, A. J./Dorn, D./Sengmueller, P. (2015): Trading as gambling, *Management Science* 61, 2376-2393.
- Dorn, D./Huberman, G. (2005): Talk and action: What individual investors say and what they do, *Review of Finance* 9, 437-481.
- Dorn, D./Sengmueller, P. (2009): Trading as entertainment? *Management Science* 55, 591-603.
- Gervais, S./Odean, T. (2001): Learning to be overconfident, *Review of Financial Studies* 14, 1-27.
- Glaser, M./Weber, M. (2007): Overconfidence and trading volume, *Geneva Risk and Insurance Review* 32, 1-36.
- Grinblatt, M./Keloharju, M. (2009): Sensation seeking, overconfidence, and trading activity, *Journal of Finance* 64, 549-578.
- Grossman, S. J./Stiglitz, J. E. (1980): On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review* 70, 393-408.
- Han, B./Hirshleifer, D. (2015): Self-enhancing transmission bias and active investing, *Working Paper*, University of California at Irvine.
- Heimer, R. Z. (2014): Friends do let friends buy stocks actively, *Journal of Economic Behavior and Organization* 107, 527-540.
- Heimer, R. Z./Simon, D. (2014): Facebook finance: How social interaction propagates active investing, *Working Paper*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Linnainmaa, J. T. (2011): Why do (some) households trade so much? *Review of Financial Studies* 24, 1630-1666.

Odean, T. (1998): Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average, *Journal of Finance* 53, 1887-1934.

Odean, T. (1999): Do investors trade too much? *American Economic Review* 89, 1279-1298.

Seru, A./Shumway, T./Stoffman, N. (2010) Learning by trading, *Review of Financial Studies* 23, 705-739.

Statman, M./Thorley, S./Vorkink, K. (2006): Investor overconfidence and trading volume, *Review of Financial Studies* 19, 1531-1565.