

De beïnvloedbaarheid van beleggers

Arvid Hoffmann, Henk von Eije en Wander Jager

SAMENVATTING In dit artikel onderzoeken we de beïnvloedbaarheid van Nederlandse beleggers. Hiertoe laten we eerst zien dat naast financiële ook intellectuele en sociale behoeften een rol spelen bij beleggen. Daarna maken we onderscheid tussen beleggers die vooral in hun netwerk om informatie zoeken en beleggers die sociale goedkeuring zoeken bij hun beleggingsbeslissingen. Bij de analyse van een enquête onder Nederlandse beleggers blijkt dat beide typen beleggers meer beïnvloedbaar zijn als ze meer sociale behoeften hebben. Bovendien zijn beleggers met minder kennis en ervaring inderdaad meer beïnvloedbaar door informatie van anderen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Deze inzichten zijn belangrijk voor financiële instellingen, omdat deze bij de ontwikkeling en marketing van hun producten rekening kunnen houden met dergelijke segmenten. Ook is het waarschijnlijk dat het zoeken van informatie en sociale goedkeuring een rol spelen bij geaggregeerde reacties van beleggers op financiële markten.

Dr. Arvid O. I. Hoffmann verdedigde op 29 november 2007 aan de Rijksuniversiteit Groningen zijn proefschrift getiteld "Essays on the Social Dimensions of Investor Behavior". Dit artikel is gebaseerd op een onderdeel van zijn proefschrift. Momenteel is Arvid Hoffmann werkzaam als universitair docent aan de vakgroep Financiering van de Universiteit Maastricht. Arvid Hoffmann is per email te bereiken via a.hoffmann@finance.unimaas.nl. Dr. J. H. (Henk) von Eije is universitair hoofddocent aan de Rijksuniversiteit Groningen bij de vakgroep Financiering. Dr. Wander Jager is universitair hoofddocent aan de Rijksuniversiteit Groningen bij de vakgroep Marketing. De beide laatste auteurs waren als co-promotor betrokken bij het proefschrift van Arvid Hoffmann. De auteurs zijn de referenten van het MAB erkentelijk voor hun opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel.

1 Inleiding

Traditionele financiële theorieën zoals bijvoorbeeld het Capital Asset Pricing Model (CAPM) gaan er vanuit dat beleggers slechts een afweging maken tussen het risico en het rendement van de beschikbare beleggingsmogelijkheden. Recente, op sociaal en psychologisch gedrag gebaseerde, financieringsliteratuur (behavioral finance) geeft echter aan dat ook andere overwegingen en behoeften een rol kunnen spelen (Statman, 2004; Statman, 2002; Shefrin en Statman, 1993). In dit artikel beargumenteren we dat sociaal georiënteerde behoeften een belangrijke invloed kunnen uitoefenen op de houding van beleggers (en daarmee waarschijnlijk ook op hun beleggingsgedrag). Op basis van een enquête onder 486 particuliere beleggers wordt ingegaan op diverse soorten behoeften die particulieren met beleggen kunnen nastreven. Vervolgens zal aandacht worden besteed aan het effect van beleggingsgerelateerde kennis en ervaring en van sociale behoeften op de sociale beïnvloedbaarheid van beleggers.

In paragraaf 2 wordt dieper ingegaan op de relevante literatuur en op de hypothesen die centraal staan in dit artikel. De gegevensverzameling en de methodologie staan centraal in paragraaf 3. In paragraaf 4 worden de empirische resultaten besproken. Algemene conclusies en de implicaties voor ondernemingen worden besproken in paragraaf 5.

2 Theoretische achtergrond

2.1 Niet alleen financiële behoeften

Het conceptueel reduceren van beleggersgedrag tot het enkel en alleen afwegen van risico en rendement heeft zeer relevante theoretische inzichten opgeleverd, zoals het Capital Asset Pricing Model (CAPM) en de Arbitrage Pricing Theory (APT). Helaas heeft dezelfde reductionistische benadering ook nádelen voor de verklaring van beleggersgedrag. Het impli-

ceert namelijk dat beleggers geen voordelen kunnen behalen die buiten de financiële sfeer liggen. Fans van bijvoorbeeld Manchester United of Ajax zouden dan alleen overwegen aandelen van hun club te kopen als dit positieve gevolgen heeft voor de verhouding tussen het risico en het rendement van hun beleggingsportefeuille. Ook zou sociale wenselijkheid dan geen rol spelen in het aan- en verkopen van aandelen van “groene” of “duurzame” beleggingsfondsen, terwijl de aversie van sommige beleggers voor aandelen van sigaretten- en/of wapenfabrikanten geen invloed zou uitoefenen op hun koopgedrag. Een meer realistische aanpak gaat er daarom vanuit dat ook emotionele en sociaal georiënteerde behoeften een rol spelen bij beslissingen van beleggers.

Het is dan ook niet verwonderlijk dat de behavioral finance-literatuur beargumenteert dat veel beleggers preferenties hebben die verder gaan dan de traditioneel financiële behoeften, zoals een voorkeur voor ethisch of sociaal verantwoord beleggen (Fisher en Statman, 1997: 48). Meer algemeen kan er volgens Statman (2004) een onderscheid worden gemaakt tussen de “utilitarian” en de “expressive benefits” van beleggen. De eerste term omvat de meer gebruikelijke redenen om een aandeel te kopen, zoals een hoog verwacht rendement in combinatie met een laag risico. De tweede term omvat de meer expressieve gevolgen die het beleggen in bepaalde aandelen voor een belegger kan hebben, zoals gevoelens van status, patriottisme (het beleggen in Nederlandse aandelen) of sociale verantwoordelijkheid.

Wij gaan nog een stap verder en betogen dat, afgezien van de positieve gevolgen die het *bezitten* van bepaalde aandelen kan hebben, ook het *beleggingsproces* zelf van waarde kan zijn voor een belegger. Orders doorgeven via een online broker, het bestuderen van de uitkomsten en gevolgen van voorgaande beleggingsbeslissingen, of het proberen te “outperformen” van collega-beleggers kan leiden tot interacties en uitdagingen die voor een belegger van zowel intellectuele als van sociale waarde zijn. Het beleggingsproces hoeft dus niet slechts een tijdrovende stap te zijn die plaats moet vinden alvorens het eigendom van een aandeel kan beginnen, maar kan evenzeer een prettig tijdverdrijf zijn en bijdragen tot het bevredigen van bijvoorbeeld meer sociaal georiënteerde behoeften. Zo kan een beleggingsproces dat werd opgestart om de bestedingen op de oude dag veilig te stellen, ook een aangename besteding van de vrije tijd blijken te zijn en zelfs interessante leermogelijkheden bieden. Vanuit dit perspectief is het niet verwonderlijk dat de recente behavioral finance-literatuur aangeeft dat beleggen kan leiden tot “flow”

ervaringen (Csikszentmihalyi, 1997; Statman, 2002, p. 17). Gevoelens van “flow” kunnen optreden op het moment dat een grote uitdaging gepaard gaat met een grote bekwaamheid. Deze gevoelens kunnen worden vergeleken met de “kick” en de gevoelens van kameraadschap die daghandelaren op de beursvloer ervaren als ze in een moeilijke situatie toch in staat blijken om hun doelen te behalen.

Vanwege deze redenen heeft Hoffmann (2007a, b) onderzocht in hoeverre Nederlandse beleggers alleen gedreven worden door financiële behoeften. Uit zijn enquête - die ook de achtergrond vormt van dit artikel - blijkt dat dit niet het geval is; ook al weegt de financiële behoefte van geldelijk gewin het zwaarst, toch spelen ook andere factoren een rol. Zo vinden respondenten het leuk om met andere mensen te kunnen meepraten over beleggen en om te gaan met andere mensen die beleggen en ook is er een factor die de vrijetijdsbesteding en het leren benadrukt. De invulling van de vrije tijd (belangrijker voor mannen dan voor vrouwen) en het leuk vinden om te leren (belangrijker voor vrouwen dan voor mannen) zijn daarbij de relevante onderdelen. Verderop in dit artikel komen we hierop terug.

2.2 Conformiteitsgedrag

Het bestaan van meer sociaal georiënteerde behoeften aan de zijde van beleggers heeft een aantal belangrijke implicaties voor het handels- en interactiegedrag van deze beleggers. Het bestaan van deze behoeften impliceert immers dat deze beleggers niet in een sociaal vacuüm tot hun beslissingen komen, maar beïnvloed worden door andere beleggers en zelf ook invloed kunnen uitoefenen op anderen. In het kader van onderzoek naar consumentengedrag is er door sociaalpsychologen en sociologen veel aandacht besteed aan de effecten van sociale invloed. Recente studies op dit gebied hebben aangetoond dat zowel echte als ook ingebeelde of veronderstelde aanwezigheid van anderen significante invloed heeft op gedrag (Terry en Hogg, 1996; Lascu et al., 1995; Kropp et al., 1999b; Kropp et al., 1999a; Abrams, 1994; Bearden et al., 1989). Daarbij is ontdekt dat sociale invloed een buitengewoon belangrijke rol in iemands beslissingsgedrag speelt indien de resultaten van deze beslissingen zowel iemands zelfbeeld evenals iemands publieke beeld kunnen beïnvloeden (Kropp et al., 1999a). Een belangrijke rol in de literatuur over sociale invloed wordt dan ook gespeeld door processen van conformiteit, oftewel het aanpassen van gedrag of gedachten zodat die passen bij die van anderen (zie de samenvatting van de literatuur op dit gebied door Cialdini en Goldstein (2004)).

Ondanks het feit dat de relevantie van dit gedrag voor de beslissingen van beleggers reeds gesuggereerd is door De Bondt (1998), is er toch nog weinig daadwerkelijk onderzoek naar de behoeften en de mate waarin beleggers zich willen conformeren. De effecten van conformiteitsbehoeften op aandelenprijzen kunnen echter zeer aanzienlijk zijn. Zo kan het leiden tot *herding*. Dit komt erop neer dat beleggers in toenemende mate hetzelfde gedrag gaan vertonen, hetzij door het tot zich nemen van dezelfde informatie, hetzij door het simpelweg volgen van elkaar als schapen in een kudde. Het aanzienlijke belang van *herding* wordt onderstreept door het feit dat dit soort processen vaak wordt gezien als één van de drijvende krachten achter excessieve prijsontwikkelingen op aandelenmarkten die gepaard gaan met hypes, crashes en zeepbellen. Het is dan ook van groot belang om achterliggende factoren van dit soort gedrag te achterhalen en te bestuderen.

De sociaal psychologische literatuur heeft daarbij onderscheid gemaakt in twee soorten sociale invloed waaraan beleggers kunnen zijn blootgesteld: *informatieve* sociale invloed versus *normatieve* sociale invloed (Deutsch en Gerard, 1955). Indien beleggers toegeven aan één van deze typen sociale invloed resulteert dit in respectievelijk informatieve sociale invloed (informatief conformiteitsgedrag) of normatief sociale invloed (normatief conformiteitsgedrag).

Informatieve sociale invloed ontstaat als men informatie van anderen accepteert als bewijs van de werkelijkheid. Informatief conformiteitsgedrag wordt gedreven door het verlangen van beleggers om de werkelijkheid op een accurate manier te interpreteren en de juiste beslissingen te nemen. Het behoeft geen verdere uitleg dat indien een belegger onvoldoende beleggingsgerelateerde kennis en ervaring bezit, het voor deze belegger waarschijnlijk moeilijk zal zijn om de werkelijkheid op een accurate manier te interpreteren en de juiste beslissingen te nemen. Het lijkt daarom ook logisch dat beleggers met weinig kennis en ervaring blootgesteld zullen worden aan gevoelens van onzekerheid en zich gaan wenden tot hun sociale omgeving om deze onzekerheid te verminderen door middel van het vragen van informatie aan (of het observeren van) de andere beleggers in hun omgeving.

Normatieve sociale invloed heeft betrekking op iemands wens om aan de verwachtingen van anderen te voldoen. Normatief conformiteitsgedrag wordt dan ook gedreven door het verlangen van een belegger naar sociale goedkeuring voor zijn handelen en het gevoel om “erbij te horen”. Beleggers die gevoelig zijn voor dit type sociale invloed hebben meer sociaal

georiënteerde behoeften zoals het willen kunnen meepraten en het zich identificeren met andere beleggers. Deze beleggers willen vaak simpelweg deel uitmaken van een groter geheel.

Wetenschappelijk gezien is echter gebleken dat beide vormen van conformiteitsgedrag gerelateerd zijn en soms moeilijk van elkaar te scheiden zijn (David en Turner, 2001). Conceptueel blijft de literatuur echter een onderscheid maken tussen beide vormen van conformiteitsgedrag (Cialdini en Goldstein, 2004). Om aan beide zaken tegemoet te komen, zullen we in dit artikel voor zowel informatief als normatief conformiteitsgedrag niet alleen de rol van de kennis en ervaring maar ook de rol van sociaal georiënteerde behoeften onderzoeken. We verwachten echter, dat de hoeveelheid *informatief* conformiteitsgedrag van een belegger meer bepaald wordt door de hoeveelheid beleggingsgerelateerde kennis en ervaring die deze belegger heeft dan door zijn of haar sociaal georiënteerde behoeften. Aan de andere kant verwachten we dat voor *normatief* conformiteitsgedrag de sociale behoeften een belangrijkere rol spelen dan de hoeveelheid beleggingsgerelateerde kennis en ervaring.

2.3 Hypothesen

Omdat men met enquêtes niet direct gedrag observeert, spreken we - in lijn met de titel van ons artikel - in het vervolg niet meer over “informatief conformiteitsgedrag” en “normatief conformiteitsgedrag”, maar over “informatieve beïnvloedbaarheid” en “normatieve beïnvloedbaarheid”. Onze hypothesen met betrekking tot informatieve beïnvloedbaarheid luiden nu als volgt:

HI1: Beleggers met meer beleggingsgerelateerde kennis en ervaring vertonen minder informatieve beïnvloedbaarheid.

HI2: Beleggers met sterkere sociaal georiënteerde behoeften vertonen een grotere informatieve beïnvloedbaarheid.

Met betrekking tot normatieve beïnvloedbaarheid luiden onze hypothesen:

HN1: Beleggers met meer beleggingsgerelateerde kennis en ervaring vertonen minder normatieve beïnvloedbaarheid.

HN2: Beleggers met sterkere sociaal georiënteerde behoeften vertonen een grotere normatieve beïnvloedbaarheid.

Tabel 1 Overzicht van de gebruikte vragen en algemene kenmerken van de respondenten.

Vraag	N	Gemiddelde	Mediaan	SD
(Deel 1) Algemene kenmerken				
Man	431	nvt	nvt	nvt
Vrouw	55	nvt	nvt	nvt
Leeftijd	485	53	55	12,39
Portfolio-omvang (*1000 euro)	257	226	70	794
Aantal jaar beleggingservaring	484	16	13	10,60
Aantal transacties per jaar	478	89	30	273,24
(Deel 2) Behoeften ("Ik beleg...") : scores van 1-5				
...omdat ik het leuk vind om met andere mensen te kunnen (mee-)praten over beleggen	479	2,86	3	1,16
...omdat ik het prettig vind om om te gaan met andere mensen die ook beleggen	483	2,50	2	1,16
...omdat ik het een leuke invulling van mijn vrije tijd vind	483	3,56	4	1,05
...omdat ik het leuk vind om problemen te analyseren, om te zoeken naar nieuwe constructies en/of nieuwe kennis op de doen	483	3,40	4	1,03
...om mijn oude dag zeker te stellen	483	3,05	3	1,12
...voornamelijk vanwege de kans op geldelijk gewin	482	4,11	4	0,81
(Deel 3) Beleggingsgerelateerde kennis en ervaring : scores van 1-5				
Beleggingsgerelateerde kennis	483	3,34	3	0,73
Beleggingsgerelateerde ervaring	482	3,34	3	0,74
(Deel 4) Informatieve beïnvloedbaarheid: scores van 1-5				
Voor ik een aandeel koop of verkoop, verzamel ik vaak informatie over dit (type) aandeel van vrienden en familie	481	1,92	2	0,89
Als ik weinig ervaring heb met een bepaald (type) aandeel, informeer ik vaak bij mijn vrienden of kennissen over dit (type) aandeel	484	2,06	2	0,96
(Deel 5) Normatieve beïnvloedbaarheid: scores van 1-5				
Ik investeer in het algemeen in die aandelen waarvan ik verwacht dat anderen dat zullen goedkeuren	484	2,12	2	0,94
Ik identificeer me met anderen door dezelfde aandelen te kopen en/of te verkopen die zij ook kopen en/of verkopen	483	1,68	2	0,72
Ik krijg een gevoel van "erbij horen" als ik dezelfde aandelen koop en/of verkoop als anderen	483	1,51	1	0,69

Bovenstaande hypothesen zullen in paragraaf 4 worden getest. In paragraaf 3 zullen echter eerst de data en de methodologie worden besproken.

3 Data en methodologie

3.1 Dataverzameling

Om de gegevens te verzamelen die nodig zijn om de hypothesen van dit onderzoek te testen, is er een online vragenlijst ontwikkeld. Vóórdat deze vragenlijst gebruikt werd, is deze echter eerst voorgelegd aan een panel van experts inzake consumenten- en beleggersgedrag. Ook is deze vragenlijst eerst onderworpen aan een test onder 74 Bachelor en Masterstudenten van de Rijksuniversiteit Groningen. De uiteindelijke vragenlijst is in 2006 afgenomen onder de bezoekers van vier bekende websites voor beleggers¹. Deze websites bieden een breed scala aan beleggingsgerelateerde informatie, zoals analistenrapporten over

specifieke aandelen en meer algemeen financieel nieuws. Ook bieden deze websites de mogelijkheid voor beleggers tot interactie middels internetfora en bieden ze toegang tot online ordersystemen. Als een stimulans om de vragenlijst in te vullen werd na afloop van het onderzoek onder de respondenten een Apple iPod MP3-speler verloot. Iedere respondent kon de vragenlijst maar één keer invullen en in totaal hebben 497 beleggers de vragenlijst ingevuld. Na verwijdering van incompleet ingevulde vragenlijsten bleven er 486 vragenlijsten over voor verder onderzoek.

3.2 Kenmerken van de respondenten

In tabel 1 is een overzicht te vinden van een aantal algemene kenmerken van de respondenten, zoals geslacht, leeftijd, portefeuille-omvang, aantal transacties per jaar en beleggingservaring in jaren.

Om te onderzoeken óf en, zo ja, in welke mate er

Tabel 2 Resultaat van de factoranalyse met betrekking tot de behoeften van beleggers.

	Factorladingen		
	Factor 1	Factor 2	Factor 3
Vragen met betrekking tot de behoeften van beleggers			
Ik beleg omdat ik het leuk vind om met andere mensen te kunnen (mee-)praten over beleggen	0,83	0,25	0,05
Ik beleg omdat ik het prettig vind om om te gaan met andere mensen die ook beleggen	0,83	0,14	0,08
Ik beleg omdat ik het een leuke invulling van mijn vrije tijd vind	0,16	0,81	-0,03
Ik beleg omdat ik het leuk vind om problemen te analyseren, om te zoeken naar nieuwe constructies en/of nieuwe kennis op de doen	0,37	0,71	-0,03
Ik beleg om mijn oude dag zeker te stellen	0,21	-0,12	0,88
Ik beleg voornamelijk vanwege de kans op geldelijk gewin	-0,37	0,49	0,53

sprake is van “selection bias” en onze respondenten aldus een vertekend beeld zouden kunnen geven van de meer algemene populatie van particuliere beleggers in Nederland, is een vergelijking gemaakt tussen kenmerken van onze respondenten en die van het NIPO Beleggersonderzoek evenals van een onderzoek op Nederlandse data gepresenteerd door Guiso, Sapienza en Zingales (2007) (GSZ).² Uit deze vergelijking komt naar voren dat wij te maken hebben met wat oudere respondenten dan het NIPO, maar jonger dan die van GSZ (53 jaar bij ons, versus 48 en 55 jaar bij respectievelijk NIPO en GSZ) en met meer mannen (89%, versus 71% bij het NIPO en GSZ). Op basis van deze vergelijking kunnen we vaststellen dat onze verzameling van respondenten niet in ernstige mate demografisch³ afwijkt van de meer algemene populatie van particuliere Nederlandse beleggers. Om echter te voorkomen dat onze statistische resultaten vertekend worden door leeftijd, geslacht of portefeuille-omvang zijn deze variabelen meegenomen als controlevariabelen in de regressievergelijkingen tijdens het testen van de hypothesen.

3.3 Meetmethode

Naast de algemene kenmerken van de respondenten in deel 1 van de vragenlijst, is de vragenlijst opgedeeld in nog vier andere categorieën. Met behulp van het tweede gedeelte werd de relatieve belangrijkheid van de verschillende behoeften van beleggers onderzocht. Het derde gedeelte van de vragenlijst informeerde naar de hoeveelheid beleggingsgerelateerde kennis en ervaring. Het vierde gedeelte diende om te achterhalen in welke mate de respondenten gevoelig waren voor *informatieve* sociale invloed en het vijfde gedeelte in hoeverre *normatieve* sociale invloed van belang was. Naast de vragen zelf staan in tabel 1 ook het aantal respondenten⁴, de gemiddelde score, de mediaan en de standaarddeviatie (SD). In de volgende paragrafen wordt uitgelegd hoe we tot deze vragen

zijn gekomen en hoe de constructen zijn opgebouwd die in de regressievergelijkingen zijn opgenomen.

3.3.1 Behoeften

De respondenten indiceerden hoe belangrijk voor hen de verschillende behoeften waren door aan te geven in hoeverre ze het eens of oneens waren met zes stellingen. Hiervoor werd een *Likert* schaal gebruikt met vijf antwoordmogelijkheden waarbij 1 = *helemaal niet mee eens*, 2 = *niet mee eens*, 3 = *niet mee oneens*, 4 = *mee eens*, 5 = *helemaal mee eens*. Alle stellingen zijn gebaseerd op de wetenschappelijke literatuur op het gebied van menselijke behoeften en meer specifiek op Max-Neef (1992). In totaal leverde dit zes vragen op. Voordat zulke vragen gebruikt worden voor het testen van hypothesen is het gebruikelijk om een factoranalyse uit te voeren. Door middel van een factoranalyse kan worden achterhaald in hoeverre er een kleiner aantal onderliggende en meer algemene behoeften bestaat, die meer dan één vraag beslaan (Hair et al., 1998). Deze factoren kunnen vervolgens in regressievergelijkingen worden gebruikt als afhankelijke of onafhankelijke variabelen. Zoals kan worden gezien in tabel 2 (en reeds eerder in het literatuurgedeelte is besproken), kunnen er in dit geval drie factoren worden onderscheiden, die elk twee vragen beslaan. De eerste factor kunnen we labelen als *sociaal georiënteerde behoeften*, de tweede factor als *vrije tijd georiënteerde behoeften* en de derde factor als *financieel georiënteerde behoeften*.

De eerste factor gebruiken we om het *construct* sociaal georiënteerde behoeften te vormen. De twee vragen die samen deze factor vormen worden hiertoe samengevoegd en gemiddeld, waarbij een hogere score betekent dat beleggers sociaal georiënteerde behoeften belangrijker vinden. De betrouwbaarheid van deze schaal wordt bevestigd door een score van 0,77 voor *Cronbach's alpha* (Robinson et al., 1991)⁵. Dit

Tabel 3 Resultaat van de factoranalyse met betrekking tot informatieve en normatieve beïnvloedbaarheid.

Vragen met betrekking tot informatieve en normatieve beïnvloedbaarheid	Factorloadingen	
	Factor 1	Factor 2
Voor ik een aandeel koop of verkoop, verzamel ik vaak informatie over dit (type) aandeel van vrienden en familie	0,18	0,88
Als ik weinig ervaring heb met een bepaald (type) aandeel, informeer ik vaak bij mijn vrienden of kennissen over dit (type) aandeel	0,26	0,84
Ik investeer in het algemeen in die aandelen waarvan ik verwacht dat anderen dat zullen goedkeuren	0,66	0,16
Ik identificeer me met anderen door dezelfde aandelen te kopen en/of te verkopen die zij ook kopen en/of verkopen	0,84	0,23
Ik krijg een gevoel van "erbij horen" als ik dezelfde aandelen koop en/of verkoop als anderen	0,82	0,20

construct wordt vervolgens gebruikt als onafhankelijke variabele in de regressievergelijkingen van paragraaf 4.

3.3.2 Beleggingsgerelateerde kennis en ervaring

Om de beleggingsgerelateerde kennis en ervaring van de respondenten te meten, werd de beleggers gevraagd een keuze te maken uit één van vijf alternatieven van een Likert schaal. Beleggers konden hun eigen kennis en ervaring aangeven door één van de volgende opties te kiezen: 1 = *ik heb erg weinig kennis/ervaring*, 2 = *ik heb weinig kennis/ervaring*, 3 = *ik heb een gemiddelde hoeveelheid kennis/ervaring*, 4 = *ik heb veel kennis/ervaring*, 5 = *ik heb erg veel kennis/ervaring*. Voorgaand onderzoek heeft aangetoond dat de waardes die respondenten zelf rapporteren voor dit soort vragen een goede indicatie geven van hun werkelijke hoeveelheid kennis en ervaring (Dorn en Huberman, 2005). Factoranalyse toonde tevens aan, dat kennis en ervaring één factor vormen (elk met een lading van 0.93 op het construct). De twee vragen die samen deze factor vormen worden wederom samengevoegd en gemiddeld. Ook deze schaal is volgens Cronbach's alpha betrouwbaar ($\alpha = 0,84$).

3.3.3 Informatieve en normatieve beïnvloedbaarheid

Om de informatieve en de normatieve beïnvloedbaarheid van de respondenten te meten, vroegen we de respondenten aan te geven in hoeverre ze het eens of oneens waren met vijf stellingen. Hiervoor werd wederom een Likert schaal gebruikt met vijf antwoordmogelijkheden, waarbij 1 = *helemaal niet mee eens*, 2 = *niet mee eens*, 3 = *niet mee oneens*, 4 = *mee eens*, 5 = *helemaal mee eens*. Deze stellingen zijn direct afgeleid van de door een validatiestudie (Schroeder, 1996) betrouwbaar, efficiënt en valide geachte *Consumer Susceptibility to Interpersonal Influence* schaal die is ontwikkeld door Bearden et al. (1989; 1990). Van deze vijf stellingen meten twee stellingen de hoeveelheid *informatieve* beïnvloedbaarheid en drie stellingen de hoeveelheid *normatieve* beïnvloedbaarheid.

Een factoranalyse bevestigde dat er inderdaad sprake is van twee factoren, één die informatieve beïnvloedbaarheid meet en één die normatieve beïnvloedbaarheid meet. De resultaten van deze factoranalyse kunnen worden gevonden in tabel 3. Vervolgens zijn de twee vragen voor informatieve beïnvloedbaarheid samengevoegd en gemiddeld en hetzelfde is gedaan voor de drie vragen over normatieve beïnvloedbaarheid. De betrouwbaarheid van de schaal voor informatieve beïnvloedbaarheid was goed ($\alpha = 0,73$), die van de schaal voor normatieve beïnvloedbaarheid voldoende ($\alpha = 0,69$). De beide nieuwe variabelen zijn vervolgens gebruikt als te verklaren variabelen in de nu volgende regressie-analyses.

4 Resultaten

De in paragraaf drie besproken constructen zijn vervolgens in regressie-analyses verwerkt.⁶ Wat betreft informatieve beïnvloedbaarheid (IB) is - afgezien van de storingsterm - de volgende regressievergelijking geschat:

$$IB = a_1 \cdot KE + a_2 \cdot SB + a_3 \cdot L + a_4 \cdot G + a_5 \cdot PO + c$$

IB = Informatieve beïnvloedbaarheid

$a_1, \dots, a_5$ = regressiecoëfficiënten

KE = de hoeveelheid beleggingsgerelateerde kennis en ervaring van de respondent

SB = de sociaal georiënteerde behoeften van de respondent

L = de leeftijd van de respondent

G = het geslacht van de respondent

PO = de portefeuille-omvang van de respondent

c = constante term

Voor de normatieve beïnvloedbaarheid is een soortgelijke vergelijking geschat, maar nu met de normatieve beïnvloedbaarheid (NB) als afhankelijke variabele. De regressie-analyses zijn bovendien geschat met en zonder de portefeuille-omvang als controlevariabele. De uitkomsten van de regressie-analyses staan in tabel 4.

Tabel 4 Regressieresultaten ter verklaring van de informatieve en de normatieve beïnvloedbaarheid

	Informatieve beïnvloedbaarheid		Normatieve beïnvloedbaarheid	
	coëfficiënt (t-waarde) [GR]a)	coëfficiënt (t-waarde) [GR]a)	coëfficiënt (t-waarde) [GR]a)	coëfficiënt (t-waarde) [GR]a)
Kennis en ervaring	-0.207*** (-3.791) [-0.169]	-0.231*** (-2.979) [-0.185]	-0.151*** (-3.641) [-0.163]	-0.081 (-1.407) [-0.088]
Sociale behoeften	0.253*** (7.203) [0.320]	0.250*** (4.859) [0.303]	0.185*** (6.972) [0.310]	0.172*** (4.554) [0.286]
Leeftijd	0.003 (0.891) [0.039]	0.058 (0.559) [0.035]	0.002 (0.763) [0.034]	0.034 (0.440) [0.027]
Geslacht	0.057 (0.493) [0.022]	0.038 (0.214) [0.013]	0.111 (1.276) [0.056]	0.174 (1.347) [0.083]
Portefeuille-omvang (* 1 mln)		-0.043 (-0.663) [-0.041]		-0.082* (-1.701) [-0.107]
Constante	1.759*** (5.573)	1.929*** (4.438)	1.477*** (6.166)	1.198*** (3.733)
Aantal waarnemingen	467	250	468	249
R-kwadraat (aangepast)	0.108	0.086	0.103	0.072

a) GR representeert de gestandaardiseerde regressiecoëfficiënt

*** is significant op 1% niveau; * is significant op 10% niveau.

In tabel 4 zijn in de kolommen 2 en 3 de informatieve beïnvloedbaarheid geschat en in de kolommen 4 en 5 de normatieve beïnvloedbaarheid. In de kolommen 2 en 4 staan de regressie-analyses met alleen de leeftijd en geslacht als controlevariabelen en in de kolommen 3 en 5 staan de regressievergelijkingen waarin ook de portefeuille-omvang als controlevariabele is meegenomen. Voor zover beschikbaar bevatten de cellen van de tabel steeds de geschatte regressiecoëfficiënt van de variabelen genoemd in de eerste kolom alsmede ook de t-waarde en de gestandaardiseerde regressiecoëfficiënten. Significantie wordt verder aangegeven met het aantal sterren.

Uit tabel 4 (kolommen 2 en 3) blijkt dat de hypothesen HI1 en HI2 niet verworpen worden. Een grotere hoeveelheid kennis en ervaring leidt tot minder informatieve beïnvloedbaarheid, met een gestandaardiseerde coëfficiënt van -0.169 in de regressievergelijking zonder portefeuille-omvang als controlevariabele en van -0.185 in die met de portefeuille-omvang als extra controlevariabele. Dit verband is ook zeer significant. Verder blijken beleggers die meer belang hechten aan sociaal georiënteerde behoeften significant meer informatief beïnvloedbaar te zijn (gestandaardiseerde coëfficiënten 0.320 en 0.303). Opmerkelijk is verder dat de absolute waarde van de gestandaardiseerde coëfficiënten van kennis en ervaring in beide vergelijkingen kleiner zijn

dan die van de sociaal georiënteerde behoeften. Dit is niet in overeenstemming met de veronderstelling die we maakten aan het eind van paragraaf 2.2. Informatieve beïnvloedbaarheid wordt dus niet primair door een gebrek aan kennis veroorzaakt, maar slechts secundair. De variabele die kennis en ervaring meet heeft weliswaar een significante coëfficiënt, maar de variabele die de sociale behoeften meet is een belangrijker determinant van de informatieve beïnvloedbaarheid. Het geslacht, de leeftijd en de portefeuille-omvang hebben elk geen significante invloed op informatieve beïnvloedbaarheid.

Verder blijkt uit tabel 4 (kolom 4), dat de hypothese HN1 niet verworpen wordt in de eerste regressievergelijking waarin alleen leeftijd en geslacht als controlevariabelen zijn meegenomen. Hypothese HN1 wordt echter wel verworpen als we ook nog de portefeuille-omvang in onze analyse meenemen (Tabel 4, kolom 5). In deze laatste vergelijking is bovendien het effect van de portefeuille-omvang significant (op 10% niveau) en negatief. Dit is een indicatie dat beleggers met een grotere portefeuille minder gauw normatief beïnvloed worden dan beleggers met een kleine portefeuille⁷. Omdat de variabele die de sociale behoeften meet in beide vergelijkingen zeer significant is, kan hypothese HN2 volledig geaccepteerd worden. Normatieve beïnvloedbaarheid ontstaat primair uit sociale behoeften. Verder blijken ook bij

de normatieve beïnvloedbaarheid de absolute waarden van gestandaardiseerde coëfficiënten van kennis en ervaring kleiner dan die van de sociale behoeften. Tenslotte geldt ook hier dat het geslacht en de leeftijd van de respondent geen significante invloed hebben op normatieve beïnvloedbaarheid.

5 Conclusies en implicaties voor ondernemingen

In lijn met de behavioral finance-literatuur geven de resultaten van onze studie aan dat beleggen meer dan alleen financiële behoeften bevredigt⁸. Hoewel de financieel georiënteerde behoeften overheersen, geven de beleggers tegelijk aan beleggen een aangename besteding van de vrije tijd te vinden ("beleggen als hobby"). Direct hierna volgen meer intellectueel georiënteerde behoeften, zoals het analyseren van problemen, zoeken naar nieuwe financiële constructies en leren. Ook het willen meepraten en zich identificeren met andere beleggers wordt als belangrijke reden gegeven om te (gaan) beleggen.

Vanwege het feit dat beleggen dus aan een breed behoeftenscala appelleert, kunnen bedrijven hierop inspringen in hun reclame-uitingen en in hun dagelijks contact met de klant. Het openstaan voor het perspectief van de klant, ook als dat afwijkt van de inzichten van de traditionele financiële theorieën, kan immers op subtiele wijze worden gebruikt. Wel kan deze strategie tot problemen leiden als de financiële opbrengsten (toch het belangrijkste onderdeel van beleggen) tegenvallen. Immers, ook al worden niet-financiële behoeften bevredigd, het is nog maar de vraag hoe vergevingsgezind men zal zijn voor tegenvallende bevrediging van financiële behoeften.

Dit artikel heeft ook laten zien dat beleggers die belang hechten aan sociaal georiënteerde behoeften en beleggers die weinig beleggingskennis en -ervaring hebben eerder geneigd zullen zijn om informatief beïnvloedbaar te zijn. Deze beleggers zullen zich dus eerder aansluiten bij de ideeën en beslissingen van anderen. Hoewel het soms zeer voordelig kan zijn om te profiteren van de kennis en ervaring van andere beleggers wordt een blindelings vertrouwen op anderen ook vaak geassocieerd met een groep schapen die in paniek een ravijn inloopt⁹. Ons advies voor ondernemingen bevat daarom ook hier tevens een waarschuwing. Zo zouden ondernemingen gebruik kunnen maken van de informatieve beïnvloedbaarheid van beleggers met minder kennis en ervaring door bijvoorbeeld een informatief (web-) forum rond hun producten te creëren of gezaghebbende beleggingsexperts hun diensten te laten ondersteunen.

Gezien het grote belang van beleggingsgerelateerde kennis en ervaring bij het zelfstandig beslissen is het echter ook zinvol dat er allerlei opleidingsmogelijkheden door financiële instellingen aan hun klanten worden aangeboden, zoals het oprichten van een "investor academy".

Verder laat ons onderzoek zien dat beleggers met grotere sociale behoeften ook eerder normatief beïnvloedbaar zijn. Ondernemingen kunnen gebruik maken van deze beïnvloedbaarheid door in hun commercials en brochures een groepsgevoel rond hun producten te creëren. Ook is het in dergelijke gevallen zinvol sociale behoeften nader in kaart te brengen en de producten hierop af te stemmen. Zo kan men zich afvragen of wereldwijde en "emerging market" beleggingsfondsen niet vooral aangehouden worden door beleggers die zich een wereldburger voelen en de nationale fondsen door diegenen die meer hechten aan Hollands glorie (ook al verdwijnt deze laatste groep ondernemingen wel snel als beleggingsobject voor individuele beleggers, doordat buitenlandse overnemers deze ondernemingen ook aantrekkelijk vinden). Het verder ontwikkelen van groene fondsen, gezondheidsfondsen, waterbeheer- of nutsbedrijffondsen, ontwikkelingslandfondsen en misschien zelfs voetbalfondsen kan daarbij mogelijk ook aan de sociale beleggers appelleren.

Bij het bovenstaande moet men – wederom – de participanten wel steeds voor ogen laten houden dat het behoren tot een groep van sociaal georiënteerde beleggers, nog steeds de risico's van beleggen met zich meebrengt. Het toevoegen van een zinsnede als "Resultaten uit het verleden zijn geen garantie voor de toekomst" is mogelijk zelfs in versterkte mate van toepassing op producten die gericht worden op sociaal beïnvloedbare beleggers. Dit geldt niet alleen voor de normatief beïnvloedbare belegger, maar ook voor de informatief beïnvloedbare belegger, omdat deze laatste wel informatie kan zoeken, maar dat niet altijd bij de beste bronnen vindt. Dit brengt ons ook bij de ambivalentie in het opstellen van het "beleggersprofiel" in het kader van de financiële zorgplicht. In principe moet de financiële instelling er immers voor zorgen dat de financiële behoeften van de klant door beleggen niet in gevaar komen, maar aan de andere kant blijkt uit ons artikel dat dit niet de enige behoeften van de klant zijn. Financiële instellingen die in deze "nieuwe" sociale behoeften willen voorzien, zullen echter ook nieuwe wegen moeten vinden om aan hun zorgplicht te kunnen voldoen. ■

Literatuur

- Abrams, D. (1994), Social self-regulation, *Personal and Social Psychology Bulletin*, vol. 20, pp. 473-483.
- Bearden, W.O., R.G. Netemeyer en J.E. Teel (1989), Measurement of consumer susceptibility to interpersonal influence, *Journal of Consumer Research*, vol. 15, pp. 473-481.
- Bearden, W.O., R.G. Netemeyer en J.E. Teel (1990), Further validation of the consumer susceptibility to interpersonal influence scale, in: *Advances in Consumer Research*, ACR, Provo, UT, vol. 17, pp. 770-776.
- Cialdini, R.B. en N.J. Goldstein (2004), Social influence: compliance and conformity, *Annual Review of Psychology*, vol. 55, -pp. 591-621.
- Csikszentmihalyi, M. (1997), *Finding Flow*, New York: Harper Collins.
- David, B. en J.C. Turner (2001), Majority and minority influence: a single process self-categorization analysis, in: C.K.W. De Dreu en N. K. De Vries (Eds.), *Group consensus and minority influence: implications for innovation*, Malden, MA: Blackwell, pp. 91-121.
- De Bondt, W.F.M. (1998), A portrait of the individual investor, *European Economic Review*, vol. 42, pp. 831-844.
- Deutsch, M. en H.B. Gerard (1955), A study of normative and informative social influences upon individual judgment, *Journal of Abnormal and Social Psychology*, vol. 51, pp. 629-636.
- Dorn, D. en G. Huberman (2005), Talk and action: what individual investors say and what they do, *Review of Finance*, vol. 9, pp. 437-481.
- Fisher, K.L. en M. Statman (1997), The mean-variance-optimization puzzle: security portfolios and food portfolios, *Financial Analysts Journal*, vol. 53, pp. 41-50.
- Guiso, L., P. Sapienza en L. Zingales (2007), *Trusting the stock market* (mei 2007), ECGI - Finance Working Paper No. 170/2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=811545>.
- Hair, J.F., R.E. Anderson, R.L. Tatham en W.C. Black (1998), *Multivariate data analysis*, (5 ed.) Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Hoffmann, A.O.I. (2007a), *Essays on the Social Dimensions of Investor Behavior*, proefschrift Rijksuniversiteit Groningen.
- Hoffmann, A.O.I. (2007b), Individual investors' needs and the investment professional: lessons from marketing, *The Journal of Investment Consulting*, vol. 8, pp. 82-93.
- Hoffmann, A.O.I., W. Jager en J.H. Von Eije (2007), Social simulation of stock markets: taking it to the next level, *Journal of Artificial Societies and Social Simulation*, vol. 10 (2), <<http://jasss.soc.surrey.ac.uk/10/2/7.html>>.
- Kim, J.O. (1975), Multivariate analysis of ordinal variables, *The American Journal of Sociology*, vol. 81, pp. 261-298.
- Kropp, F., M. Jones, G. Rose, A. Shoham, B. Florenthal en B.J. Cho (1999a), Group identities: a cross-cultural comparison of values and group identities, *Journal of Euro-Marketing*, vol. 8, pp. 117-131.
- Kropp, F., A.M. Lavack en S.J.S. Holden (1999b), Smokers and beer drinkers: values and consumer susceptibility to interpersonal influence, *Journal of Consumer Marketing*, vol. 16, pp. 536-557.
- Labovitz, S. (1967), Some observations on measurements and statistics, *Social Forces*, vol. 46, pp. 151-160.
- Labovitz, S. (1970), The assignment of numbers to rank order categories, *American Sociological Review*, vol. 35, pp. 515-524.
- Lascu, D.N., W.O. Bearden en R.L. Rose (1995), Norm extremity and interpersonal influences on consumer conformity, *Journal of Business Research*, vol. 32, pp. 201-212.
- Leeflang, P. S. H. , D.R. Wittink, M. Wedel en P.A. Naert (2000), *Building models for marketing decisions*, Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers.
- Max-Neef, M. (1992), Development and Human Needs, in: P. Ekins en M. Max-Neef (Eds.), *Real-life economics: understanding wealth creation*, London/New York: Routledge.
- Robinson, J.P., P.R. Shaver en L.S. Wrightsman (1991), Criteria for scale selection and evaluation, in: J.P. Robinson, P.R. Shaver en L.S. Wrightsman (Eds.), *Measures of personality and social psychological attitudes*, San Diego, California: Academic Press.
- Schroeder, J.E. (1996), An analysis of the consumer susceptibility to interpersonal influence scale, *Journal of Social Behavior and Personality*, vol. 11, pp. 585-600.
- Shefrin, H. en M. Statman (1993), Behavioral aspects of the design and marketing of financial products, *Financial Management*, Summer, pp. 123-134.
- Statman, M. (2002), Lottery players / stock traders, *Financial Analysts Journal*, vol. 58, pp. 14-21.
- Statman, M. (2004), What do investors want? *The Journal of Portfolio Management*, 30th Anniversary Issue 2004, pp. 153-161.
- Terry, D.J. en M.A. Hogg (1996), Group norms and the attitude-behavior relationship: a role for group identification, *Personal and Social Psychology Bulletin*, vol. 22, pp. 776-793.

Noten

- Deze websites waren www.beurs.nl, www.emissies.com, www.koersalarm.nl en www.beursbox.nl.
- De resultaten van het NIPO-onderzoek zijn onder andere te vinden in de volgende VEB-publicatie: Is beleggen uit en sparen in?, Effect, nummer 5, 2002 en de resultaten van DNB in: Guiso, Sapienza en Zingales (2007, tabel 4, F). Wij merken daarbij nog op, dat het bij ons gaat om respondenten die beleggingsgerelateerde websites bezoeken en daar zelfs enquêtes invullen. Dit maakt het waarschijnlijk dat zij meer interesse in beleggen hebben dan Nederlandse beleggers in het algemeen.
- Van de NIPO-populatie kennen we verder de modale portefeuille-omvang en deze is identiek aan die van ons, namelijk 50.000 Euro (niet terug te vinden in tabel 1 die alleen gemiddelden en mediaan bevat), maar onze respondenten rapporteren wel gemiddeld meer belegd vermogen dan Guiso, Sapienza en Zingales (2007) doen. Wij vermoeden dat dit komt omdat wij alleen met beleggers te maken hebben en de laatstgenoemde auteurs alle bankklanten meenemen. Ondanks het feit dat bij ons de groep die bereid was iets te zeggen over de grootte van de portefeuille relatief klein was (ongeveer de helft van alle respondenten vermeldde hun portefeuille-omvang), hebben we besloten deze variabele toch als extra controlevariabele mee te nemen in onze regressie-analyses.
- Bij een aantal privacygevoelige vragen zoals portfolio-omvang, konden de respondenten ervoor kiezen om niets in te vullen. Deze mogelijkheid leidt ertoe, dat voor sommige vragen er meer respondenten in tabel 1 vermeld staan dan voor andere vragen. In tegenstel-

ling tot het niet beantwoorden van andere vragen, was dit echter geen aanleiding om de gehele vragenlijst van een respondent te schrappen.

- 5 Cronbach's alpha is een maatstaf voor de betrouwbaarheid van meet-instrumenten, waarbij de hoogst mogelijke waarde 1 is en waarden boven de 0,7 als goed kunnen worden beschouwd.
- 6 Alvorens tot een OLS-regressie mag worden overgegaan dient na te worden gegaan of de data aan een aantal eisen voldoen. Een eerste vereiste voor het uitvoeren van een OLS-regressie is dat de data beschouwd kunnen worden als intervaldata. Hoewel de door ons gebruikte Likert-schaal met vijf antwoordmogelijkheden strikt genomen ordinale data oplevert, is het in de literatuur sinds lange tijd gebruikelijk om deze ordinale variabelen te behandelen als zijnde intervaldata (Labovitz, 1967, p. 151; Labovitz, 1970, p. 515; Kim, 1975, p. 294). Bovendien hebben wij gewerkt met het gemiddelde van minimaal steeds twee Likert-schalen, zodat de eventuele bezwaren tegen het gebruik van OLS nog minder worden.
Een tweede vereiste voor het uitvoeren van een OLS-regressie is dat er tussen de verklarende (onafhankelijke) variabelen geen sterke mate van lineaire correlatie bestaat. Bij deze zogenaamde multicollineariteit

is het moeilijk om het effect van de verschillende onafhankelijke variabelen uit elkaar te halen. We testen voor multicollineariteit via de VIF (Variable Inflation Factor) en vinden 1.04 als hoogste waarde, zodat er geen ernstige problemen van multicollineariteit te verwachten zijn (zie onder andere Leeflang et al., 2000).

- 7 Als herding, hypes en crashes vooral veroorzaakt worden door sociale beïnvloedbaarheid, dan zijn het dus waarschijnlijk vooral de kleinere beleggers die zoiets veroorzaken.
- 8 Voor een verdere beschrijving van alle resultaten van ons beleggers-onderzoek verwijzen we naar het proefschrift van Arvid Hoffmann (2007a). Op verzoek kan men -zolang de voorraad strekt- hiervan een exemplaar te ontvangen.
- 9 Dit artikel onderzoekt individueel beleggersgedrag. Wil men ook uitspraken kunnen doen over het eventuele geaggregeerde effect van deze individuele beleggers op het macroniveau van de aandelenmarkt, dan kan men sociale simulatie gebruiken. In Hoffmann, Jager en Von Eije (2007) laten we zien hoe men een empirisch gevalideerd model van beleggingsgedrag kan bouwen en gebruiken om een beter begrip van de interacties tussen het micro- en macroniveau te krijgen.