



Push-Nachrichten und Investorenverhalten

Marc Arnold | Matthias Pelster | Marti G. Subrahmanyam*

Unter dem Begriff der „Retail Renaissance“ versteht man die Beobachtung, dass sich der Wertpapierhandel für Kleinanlegerinnen und Kleinanleger im Umbruch befindet. Insbesondere seit Beginn der Corona-Pandemie erlebt die „Demokratisierung“ des Aktienhandels einen wahren Boom. Allein im März 2020 nahmen die Kontoeröffnungen bei prominenten Anbietern um bis zu fünfmal mehr zu als in der Vergleichsperiode des Vorjahres.

Zahlreiche Anbieter bieten Anlegerinnen und Anlegern einen direkten und einfachen Zugang zu den Finanzmärkten. Der Handel mit Aktien und anderen Wertpapieren über Trading-Apps oder Online-Plattformen wird immer beliebter (Kalda et al. 2021). Entsprechende Trading-Apps ermöglichen Investorinnen und Investoren, zu jeder Tages- und Nachtzeit und an nahezu jedem Ort der Welt zu handeln. Investoren können schon mit kleinen Beträgen in verschiedene Märkte investieren. Darüber hinaus sind die Apps besonders benutzerfreundlich, lassen den Wertpapierhandel einfach erscheinen und bringen zahlreiche neue Features und digitale Kommunikationsmöglichkeiten in den Aktienhandel. Beispielsweise werden Push-Nachrichten dazu genutzt, Anleger über signifikante Preisbewegungen auf dem Markt oder aber über bevorstehende Unternehmensereignisse, wie beispielsweise Gewinnmitteilungen, zu informieren.

Wie wirken sich solche neuen Features auf das Anlegerverhalten und das Risikoverhalten aus? Uns interessiert insbesondere das Verhalten von Investoren, nachdem sie eine Push-Nachricht erhalten haben. Reagieren Investoren, indem sie konservativer handeln? Eine größere Preisbewegung oder ein bevorstehendes Unternehmensereignis sprechen für eine größere Unsicherheit, die Investoren vorsichtiger agieren lassen könnte. Oder reagieren Investoren, indem sie aggressiver handeln und mehr Risiken eingehen?

Wir analysieren Transaktionsdaten von über 240.000 Kundinnen und Kunden eines Online-Brokers über einen Zeitraum von rund zwei Jahren und

* Prof. Dr. Marc Arnold | Institut für Accounting, Controlling und Auditing | Universität St. Gallen

Prof. Dr. Matthias Pelster | Taxation, Accounting and Finance | Universität Paderborn

Prof. Dr. Marti G. Subrahmanyam | Stern School of Business | New York University

fokussieren dabei insbesondere auf die digitale Kommunikation des Online-Brokers mit den Anlegern. Unsere Ergebnisse zeigen, dass die von Online-Brokern versendeten Push-Nachrichten tatsächlich einen signifikanten Einfluss auf das Trading-Verhalten der Investoren haben. Insbesondere zeigen wir, dass Investoren nach Erhalt einer Push-Nachricht über eine bestimmte Aktie eine deutlich erhöhte Handelsintensität in dieser Aktie aufweisen. Ebenfalls zeigen wir, dass Investoren mehr Recherche zur entsprechenden Aktie betreiben.

Die Theorie der *begrenzten Aufmerksamkeit* hilft, dieses Ergebnis zu verstehen. Unter *endogener Aufmerksamkeit* versteht man die Bereitschaft oder den Prozess, sich bewusst mit einem Thema zu beschäftigen. Diese Aufmerksamkeit ist eine knappe Ressource: Investoren haben nur eine begrenzte Aufmerksamkeit und Verarbeitungskapazität (Hirshleifer und Teoh 2003). Sie haben nicht die Ressourcen, Tausende von Investitionsmöglichkeiten zu analysieren, in die sie potenziell investieren können. Daher investieren Anleger nur in solche Investitionsmöglichkeiten, die aufgrund von externen Reizen in eine Auswahlmenge aufgenommen worden sind. Die Präferenzen der Investoren bestimmen ausschließlich die Auswahl über die Investitionen, die sich in dieser Auswahlmenge befinden (Barber und Odean 2008). *Exogene Aufmerksamkeit* bezieht sich auf den Prozess, durch den externe Reize die Aufmerksamkeit einer Person unwillkürlich umlenken – unabhängig von den Zielen, Absichten und dem Bewusstsein der Person. Die exogene Aufmerksamkeit kann also als Unterbrechung der endogenen Aufmerksamkeit verstanden werden.

Unsere heutige digitale Umgebung überflutet Investoren mit zahlreichen exogenen Aufmerksamkeitsreizen aus vielfältigen Quellen wie Marketing-Kampagnen, E-Mails oder Social-Media-Nachrichten. Ebenfalls können außergewöhnliche Renditen oder ein ungewöhnliches Handelsvolumen als Aufmerksamkeitsauslöser dienen. Trading-Apps fügen Push-Benachrichtigungen zur Liste der möglichen Aufmerksamkeitsauslöser hinzu. Diese Aufmerksamkeitsauslöser befördern Investitionsmöglichkeiten in die Auswahlmenge der möglichen Investments, über die sodann gemäß den individuellen Präferenzen entschieden wird.

Somit ist die Beobachtung, dass Investoren um ein Vielfaches häufiger handeln, wenn sie eine Push-Notifikation vom Broker erhalten, intuitiv nachvollziehbar. Vielleicht weniger offensichtlich, aber nicht minder relevant ist das zweite wichtige Ergebnis unserer Studie: Investoren tendieren nach Erhalt einer Push-Nachricht ebenfalls zu signifikant höheren Anlage Risiken, indem sie ihre Investitionen stärker hebeln.

Der Einsatz von Hebeln ermöglicht es Anlegern, riskantere Positionen einzugehen und ist ein wichtiger Katalysator für spekulatives Trading. Ein Hebel von fünf auf eine bestimmte Aktienposition bedeutet beispielsweise, dass eine Wertveränderung der Aktie um ein Prozent zu einer Wertveränderung dieser Position von fünf Prozent führt. Durch den Handel mit Hebeln erhöhen Anleger die Volatilität ihrer Renditen, da sehr hohe positive, aber auch sehr niedrige negative Renditen wahrscheinlicher sind. Der Handel mit Hebeln hat in den letzten Jahren erheblich zugenommen und könnte gerade bei Kleinanlegern besonders beliebt sein, weil er die Verteilung der Renditen verzerrt und lotterieähnliche Auszahlungen ermöglicht. Lotterieähnliche Aktien haben ein hohes Gewinnpotenzial, relativ niedrige Preise, ein hohes idiosynkratisches Risiko und eine rechtsschiefe Rendite-Verteilung. Die Fachliteratur dokumentiert eine entsprechende Vorliebe von Anlegerinnen und Anlegern für solche Auszahlungen (Kumar

2009), so dass eine Präferenz für den Handel mit Hebeln naheliegend scheint.

Unsere Erklärung des Zusammenhangs zwischen Aufmerksamkeitsauslösern und finanzieller Risikobereitschaft basiert auf der psychologischen Literatur zur individuellen Risikobereitschaft. Exogene Aufmerksamkeitsauslöser können affektive Prozesse auslösen, die das menschliche Verhalten schnell, spontan und automatisch beeinflussen. Derartige affektive Reaktionen bieten Entscheidenden eine schnelle, aber grobe Bewertung der Verhaltensoptionen, mit denen sie konfrontiert sind, und ermöglichen es, rasche Entscheidungen zu treffen. Diese Literatur kommt zu dem Schluss, dass Aufmerksamkeitsreize die Risikobereitschaft in diversen alltäglichen Situationen erhöhen. Wir übertragen diese Erkenntnis auf die Finanzmärkte und zeigen, dass Aufmerksamkeitsreize auch zu einer erhöhten Risikobereitschaft im Finanzbereich führen können.

Neuartige Brokerage-Angebote und Features von Trading-Apps wie Push-Notifikationen haben also das Potential, Anlegerverhalten nachhaltig zu beeinflussen. Sie können einerseits die Auswahl von Investitionsmöglichkeiten prägen und andererseits auf das gewählte Risiko einwirken. Somit müssen neuartige Leistungsmerkmale stets mit Vorsicht verwendet werden, eine sorgfältige Analyse ihrer Auswirkungen ist unerlässlich.

Literatur

Barber, B. M., T. Odean. 2008. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies* 21(2): 785-818.

Hirshleifer, D., S. H. Teoh. 2003. Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3): 337-386.

Kalda, A., B. Loos, A. Previtro, A. Hackethal. 2021. *Smart(Phone) Investing? A within Investor-time Analysis of New Technologies and Trading Behavior*. NBER Working Paper 28363.

Kumar, A. 2009. Who gambles in the stock market. *The Journal of Finance* 64(4): 1889-1933.

Der Beitrag basiert auf "Attention triggers and investors' risk-taking" von Marc Arnold, Matthias Pelster und Marti G. Subrahmanyam erschienen in: *Journal of Financial Economics*, 143. Jg. 2022, S. 846–875.