

Seriál : Odchýlky od racionality pri investovaní

Series: Deviations from rationality in investing

3.časť

Nadmerný optimizmus, sebadôvera a neprimerané reakcie

Nálada takisto ovplyvňuje spôsob, akým investori analyzujú informácie a robia rozhodnutia.¹

Ľudia s dobrou náladou robia optimistickjšie rozhodnutia ako ľudia s horšou náladou, ktorí však robia kritickejšie a podrobnejšie analýzy. Investori s nadmerným optimizmom môžu veriť, že práve ich akciám sa nemôže stať nič zlé. Optimizmus je systematický sklon ľudí predpokladať priaznivé výsledky svojich aktivít. Ľudia spravidla nadhodnocujú pravdepodobnosť výskytu pozitívnych udalostí a podhodnocujú výskyt negatívnych.

Optimizmus sa často spája tiež s preceňovaním vlastných schopností, s pripisovaním si zásluh za pozitívne výsledky aktivít a odmietaním zodpovednosti za výsledky negatívne.

Optimizmus je samozrejmovou formou adaptácie ľudí na život v prevažne rizikovom prostredí.

Bez optimizmu by nebolo motivácie a ľudia by sa nemohli púšťať do akejkolvek aktivity.

Ale na druhej strane, optimizmus založený na nadmernej sebadôvere, okolnostiam neprimeranej, môže ľudí viesť k tomu, že podcenia možnosť nepriaznivých výsledkov pri svojich aktivitách.

Pri prieskume na vzorke viac ako 1 milióna študentov v USA v sedemdesiatych rokoch² viac ako 70 % študentov tvrdilo, že majú nadpriemerné vodcovské schopnosti. Podpriemerné schopnosti si v tejto oblasti pripustili iba 2 % respondentov . Viac ako 60 % z nich uviedlo, že

¹ NOFSINGER, J.: Do optimists make the best investors? In *Corporate Finance Review*, 6 (4) 2002, s.11-17

² LOVALLO,D.- KAHNEMAN,D. 2003: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. In *Harvard Business Review*, 2003, Ročník 81, číslo. 7, pp. 56-63 In: BALÁŽ,V. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.276. ISBN 978- 80-224-1082-3

veľmi dobre vychádza s ostatnými ľuďmi, dokonca 25 % z nich sa podľa vlastnej mienky umiestňuje v top 1 % v tomto ukazovateli. Popritom však v „USA viac ako 70 % podnikov v spracovateľskom priemysle skrachuje do 10 rokov od založenia. Zhruba tri štvrtiny fúzií a akvizícií sa nikdy nevyplatí a akcionári nadobúdacej firmy stratia viac, ako získajú akcionári nadobúdanej firmy. Napriek tomu sa každý rok zakladajú desiatky tisíc nových podnikov a uskutočňuje sa veľký počet fúzií a akvizícií. Manažéri spravidla preceňujú prínosy a podceňujú náklady“³. Nadmerný optimizmus ovplyvňuje investorov v dvoch veciach:

1./ optimistickí investori majú sklon nerobiť podrobné a kritické analýzy pri investovaní do akcií.

2./ optimisti zvyknú ignorovať, alebo zľahčovať negatívne správy o ich akciách.

Nadmerná sebadôvera je úzko prepojená s náladou a optimizmom. Investori sú zvyčajne nadmerne sebaistí, že dokážu zvládnuť ťažké úlohy – vybrať a investovať len do akcií víťazov (picking winning stocks). Veria, že ich poznanie je lepšie ako v skutočnosti a že ich predpovede budú veľmi presné. Je niekoľko faktorov, ktoré dopomáhajú k nadmernej sebadôvere. Prvým z nich je ilúzia poznania, ktorá hovorí o tom, že investori sa mylne domnievajú, že čím viac informácií majú k dispozícii, tým viac budú vedieť. Nie je to tak, pretože investorom môže chýbať tréning, zručnosti alebo skúsenosti na interpretáciu nových informácií. Ďalším dôležitým psychologickým faktorom, ktorý podnecuje nadmernú sebadôveru, je ilúzia kontroly. Ľudia si často myslia, že majú vplyv, kontrolu nad výsledkom nekontrolovateľnej udalosti. Ilúzia kontroly vedie účastníkov na trhu k presvedčeniu, že vedia viac ako iní hráči na trhu. To ich potom nabáda ku častému obchodovaniu, čo nemôžeme považovať za racionálne správanie, ale skôr za iracionálne presvedčenie. Navyše Barber a Odean⁴ vo svojom výskume prišli na zaujímavý poznatok, že slobodní muži – investori vlastnia portfóliá s najvyššou volatilitou, najvyšším beta koeficientom a obsahovali akcie malých spoločností. Táto skupina investorov je najviac náchylná na podľahnutie prílišnej sebadôvere, ktorá spôsobuje, že investori obchodujú príliš často a berú na seba príliš veľké riziko. V dôsledku toho investori strácajú veľké peniaze na poplatkoch pri obchodovaní, na

³ BALÁŽ, V. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

⁴ BARBER, B.B.- ODEAN, T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000. pp.773-806 In. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009 978-80-224-1082-3

daniach a sú náchylní na veľké straty. Oveľa častejšie bývajú takíto investori neprijemne zaskočení nepriaznivou situáciou, namiesto toho, aby ju predpokladali.

Poľskí vedci Tyszka a Zielonka (2002)⁵ porovnávali predpovede vývoja poľskej burzy podľa finančných analytikov a meteorológov, ktorí predpovedajú počasie. Ukázalo sa, že obe skupiny podľašli nadmernej sebadôvere, no v rozličnej miere. Keďže meteorológovia prikladali väčšiu dôležitosť pravdepodobnosti, svoje predpovede lepšie nastavili a vystihli tak budúci scenár. Finanční analytici podľašli dojmu, že o všetkom majú prehľad a svoje predpovede zúžili na scenáre s malou pravdepodobnosťou.

Na finančných trhoch nadmerná sebadôvera investorov spravidla plodí neprimerané reakcie (overreaction).

Neprimeraná reakcia sa prejavuje v rýchlej a často masovej reakcii investorov na aktuálne podnety z kapitálového trhu. Tieto reakcie sú podporované aj prejavmi iných odchýlok od reality, hlavne prehnanou sebadôverou, dostupnosťou a novosťou informácií.

Brad Barber a Terrence Odean, znalci amerického akciového trhu, sú toho názoru, že za veľký objem obchodov na finančných trhoch môže hlavne nadmerná sebadôvera investorov. Dokazujú, že časté obchodovanie nie je ani zďaleka racionálne a platí sa za vysoká cena. Túto hypotézu testovali na vzorke 66 465 domácností, ktoré mali účty otvorené v investičnej banke Paine Webber.⁶ Podľa nich platilo, že celkové hrubé výnosy domácností sa nevymykali z priemeru trhu za obdobie rokov 1991 až 1996. Priemerný hrubý výnos klienta banky bol teda 18,7 % p.a.. Ak sa však odčítali od tohoto výnosu transakčné náklady za poplatky, spojené s nákupom a predajom akcií a správou účtov, klesol priemerný výnos na 16,4 %, čo už bolo menej ako priemer trhu (vážená priemerná hodnota indexov na burzách NYSE, AMEX a NASDAQ).

Tento priemer však zakrýval obrovské rozdiely medzi jednotlivými investormi, ktoré boli dané tým, ako intenzívne počas roka obchodovali. Preto autori rozdelili domácnosti do piatich rovnako veľkých skupín, v každej skupine bolo teda 20 % domácností. V prvom kvantile boli domácnosti s najnižšou intenzitou obchodnej aktivity, v piatom s najvyššou obchodnou aktivitou. Domácnosti v prvom kvantile v priemere za 1 mesiac obrátili na účte 0,19 % jeho hodnoty, čo činí približne 2,3 % ročne. V piatom kvantile bol priemerný obrat na

⁵ TYSZKA, T., ZIELONKA, P. 2002. Expert Judgements: Financial analysts versus weather forecasters. In *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol.3, No.3 2002, s. 152-160

⁶ Spracované podľa BARBER, B.B.- ODEAN, T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000, pp.773-806
In: BALÁŽ, V. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.256 ISBN 978-80-224-1082-3

účte 21, 49 % (viď tabuľka č.1), teda ročne viac ako 257 %. Domácnostiam z vysokou intenzitou sa to zdanlivo aj oplátilo – ich priemerný hrubý výnos bol 18,6 %, v prvom kvantile len 17, 9 %. Ak však uplatníme poplatky, situácia sa otočí – v prvom kvantile je čistý výnos 17,6 %, v piatom len 12,1 %. Zaujímavým údajom je aj to, že domácnosti v prvom kvantile, teda tí, ktorí obchodovali najmenej, mali najväčší začiatkový stav účtu. Pravdepodobne boli bohatší už z predchádzajúcich období, kedy tiež možno obchodovali najmenej intenzívne, ale trpezlivosť im priniesla ruže. Tento fakt sa však z dostupných údajov nepodarilo dokázať.⁷

Tabuľka č.1

Vzťah intenzity obchodovania a výnosu⁸

	1.kvantil	2.kvantil	3.kvantil	4.kvantil	5.kvantil
Priemerný mesačný obrat	0,19 %	1,24 %	2,89 %	5,98 %	21,49 %
Začiatkový stav účtu v USD	34 169	26 046	22 945	19 102	21 560
Celkový hrubý výnos mesačne	1, 483 %	1,472 %	1,489 %	1,511 %	1,548 %
Celkový čistý výnos mesačne	1,470 %	1,411 %	1,361 %	1, 267 %	1,009 %

Existenciu týchto odchýlok dokumentuje aj výskum Hongkongskej polytechniky pod vedením Gongmeng Chena⁹. Medzinárodný kolektív skúmal správanie takmer 50 000 individuálnych investorov a 212 inštitucionálnych investorov veľkej brokerskej firmy, ktorí obchodovali na burze v Šanghaji v priebehu štyroch rokov (1998 – 2002). Celkový počet analyzovaných transakcií dosiahol 2,4 milióna. Zo vzorky boli vylúčení investori, ktorí obchodovali len s vládnymi dlhopismi, alebo ich účty boli počas väčšiny sledovaného obdobia bez obratu. Podľa výsledkov tohoto prieskumu typickými prejavmi nadmernej sebadôvery sú neprimerané reakcie, najmä časté obchodovanie a vytváranie nedostatočne diverzifikovaných portfólií. Príliš malý počet emisií v portfóliu odráža iracionálnu vieru investorov, že sa im podarí dosiahnuť vysoké výnosy z malého počtu titulov (tabuľka č.2).

⁷ Spracované autorom podľa BALÁŽ, V.: Systematické chyby, ktorých sa dopúšťajú investori. In *Investor*, ISSN nepridelené , 3/2008, str. 49

⁸ Spracované autorom podľa BARBER, B.B.- ODEAN, T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000. s.773-806 In: BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.256. ISBN 978-80-224-1082-3

⁹ CHEN, G.,- KIM, K.A.,- NOFSINGER, J.R.- RUI, O.M. 2007: Representativeness Bias and Experience of Emerging Market Investors, In *School of Management*, Jacobs Management Center, Buffalo, New York 2007 In BALÁŽ, V. 2008 Odchýlka štvrtá : Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008

Tabuľka č.2

Nadmerná sebadôvera a jej prejavy v nedostatočnej diverzifikácii a vysokom obrate u čínskych klientov brokerských firiem

	Individuálni investori	Inštitucionálni investori
Priemerný počet vlastnených akcií	2,60	15,46
Priemerný mesačný obrat portfólia	27,31 %	43,06 %
Priemerný mesačný výnos nad normál	0,42 %	0,53 %

Spracované autorom podľa CHEN, G., - KIM, K.A., - NOFSINGER, J.R. - RUI, O.M. 2007: Representativeness Bias and Experience of Emerging Market Investors, In *School of Management*, Jacobs Management Center, Buffalo, New York 2007 In: BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.264. ISBN 978-80-224-1082-3

Porovnanie výnosov individuálnych a inštitucionálnych výnosov ukázalo, že tento predpoklad nebol správny.

Ďalším prejavom nadmernej sebadôvery je aj frekvencia obchodovania.

Individuálni investori obrátili mesačne na účte v priemere 27,31 % jeho hodnoty, čo tvorí 328 % ročne. Prekvapujúco vysoká bola i frekvencia obchodov u inštitucionálnych investorov (až neuveriteľných 517 % ročne). Takéto vysoké čísla sa objavili i na makroúrovni. V roku 1999 bol obrat čínskej burzy takmer 500 % jej trhovej kapitalizácie.

V obdobnom prieskume v USA mala priemerná americká domácnosť 4 akcie a priemerný ročný obrat 75 %. Na burze v New Yorku bol obrat len 87,7 % trhovej kapitalizácie.¹⁰

Aj to sú pomerne vysoké čísla, ale sú podstatne bližšie k racionalite, než u čínskych investorov. Nadmerná sebadôvera a neprimerané reakcie investorov obyčajne znižujú výnosy. Racionálne je obmedziť obchodovanie, pretože brokerské firmy si za každý obrat účtujú poplatky. Veľkosť týchto poplatkov môže výrazne znížiť celkový výnos.

Neprimeranou reakciou môže byť aj jav, kedy investor predá akciu, aby vzápätí kúpil inú.

Ak mu nová akcia prinesie menší výnos, než by mu bola priniesla akcia predaná, ide určite o unáhlenú reakciu. Čínsky prieskum zistil, že priemerný výnos s predaných akcií bol za 4 mesiace 5,57 %, z kúpených akcií len 3,59 %. Individuálni investori tak stratili za rok 2,47 % (Tabuľka č.3). Inštitucionálni investori si počínali podstatne lepšie. Napriek vyšším obratom na účtoch sa vo väčšine prípadov zbavili stratových akcií a kúpili ziskové.

¹⁰ BALÁŽ, V. 2008. Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 43

Tabuľka č.3 Priemerné výnosy z akcií v %

	Individuálni investori		Inštitucionálni investori	
	Za 4 mesiace	Za 12 mesiacov	Za 4 mesiace	Za 12 mesiacov
Kúpené akcie	3,59	11,24	1,93	2,52
Predané akcie	5,57	13,71	-1,78	-3,62
Rozdiel spolu za 4, resp. 12 mesiacov	- 1,98	-2,47	3,71	6,14

Spracované podľa údajov z :Chen,G., Kim,K.A.,Nofsinger, J.R. and Rui, O.M.: Representativeness Bias and Experience of Emerging Market Investors, School of Management, Jacobs Management Center, Buffalo, New York (2007) In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.264 ISBN 978-80-224-1082-3

Často prehliadaným faktom je aj to, že vzdelanie a skúsenosti nadmernú sebadôveru ešte posilňujú. Ide o to, že ak sa niekto dobre vyzná v určitej oblasti, má silnejší sklon predpokladať, že sa vyzná aj v oblastiach, o ktorých vie v skutočnosti veľmi málo.

Reprezentatívnosť a dostupnosť informácií

Reprezentatívnosť je kognitívna odchýlka od racionálneho správania, spojená s vyhľadávaním vzorov. Vyhodnocovanie okolia je založené hlavne na klasifikácii objektov a následnom vyhľadávaní vzorov. Je to dané tým, že človek sa vyvinul v určitom prostredí a jeho mentálne mechanizmy najlepšie fungujú vtedy, keď sa stretávajú s vecami, ktoré do tohoto prostredia bezprostredne patria. Napríklad im nerobí problém rozoznávať tváre ľudí, analyzovať ich správanie na základe verbálnej či neverbálnej komunikácie a pod. Výraz tváre, gestá, mimika, hlas, sociálne správanie – to sú znaky, na základe ktorých vie charakterizovať osoby a odlíšiť ich od iných¹¹.

Finančné trhy však fungujú na iných princípoch, než je sociálne prostredie bežných ľudí, alebo prírodné prostredie. Ľudia v bežnom živote uprednostňujú jednoznačné situácie typu „áno – nie“. Na finančných trhoch sú takéto situácie nahradené pravdepodobnostnými výsledkami. Snahou ľudí je ale spracovávať a interpretovať informácie z finančných trhov

¹¹ BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

takými istými mechanizmami, akými ich vybavila evolúcia. Často sa však stáva, že sa nová informácia iba podobá vzoru, ktorý v pamäti máme zafixovaný. Nesprávna klasifikácia takejto informácie sa potom prejaví v chybnej analýze, nepochopení podstaty problému a v zlom rozhodnutí. Reprezentatívnosť je teda taká kognitívna odchýlka od racionality, v dôsledku ktorej ľudia spracúvajú pravdepodobné udalosti pomocou približných a často zjednodušených pravidiel. Často pritom uplatňujú selektívny výber informácií.

Javy, ktoré sa ľahko pamätajú, hlavne vďaka určitej výnimočnosti alebo veľkej viditeľnosti, sa vynárajú z pamäti človeka prednostne a ich výskyt je potom subjektívne pociťovaný ako častejší než ten skutočný. Ľahká dostupnosť a aj emocionálne podfarbenie spôsobujú, že takéto javy sú potom v mysliach zafixované ako reprezentatívne pre celú skupinu javov, nielen pre konkrétnu situáciu.

Reprezentatívnosť sa na finančných trhoch prejavuje hlavne v týchto formách:

a.) Malá posudzovaná a porovnávaná vzorka

Prejavuje sa spravidla tak, že pri posudzovaní pravdepodobnosti nejakej vzorky ľudia vychádzajú z príliš malej vzorky potrebných údajov. Napríklad po prečítaní výročnej správy nejakého veľkého a známeho podniku majú pocit, že sú expertami na celé odvetvie.

Špeciálnym prípadom tejto formy reprezentatívnosti je tzv. novosť. Prejavuje sa u investorov, ktorí prikladajú veľkú váhu čerstvým informáciám a zanedbávajú početnejšie a staršie informácie. Ide napríklad o informácie :

- Nové
- Atraktívne podané
- Zachytávajúce mimoriadne, resp. extrémne situácie
- Istým spôsobom rezonujú s názormi a postojmi investora.

Novšie správy sa v mysli vynárajú prednostne a preto sú dostupnejšie ako staré správy.

b.) Zanedbanie podstatných informácií¹²

„Pri posudzovaní určitej investície sa investor môže sústrediť len na jeden jej aspekt, ktorý sa mu vidí zaujímavý, no zanedbá ostatné aspekty, ktoré sú v konečnom dôsledku významnejšie. Investor môže byť napríklad averzný k riziku a zvolí si investíciu do termínovaného vkladu, lebo mu poskytuje pocit bezpečne uloženého kapitálu. Investor však zanedbá skutočnosť, že

¹² BALÁŽ, V. 2008. Reprezentatívnosť. In: *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 43

napr. miera inflácie v danom roku bola vyššia ako úroky z vkladu a jeho kapitál sa teda vlastne znehodnotí.

Pri investovaní do podielového fondu významnejšou informáciou ako to, že sa jedná o akciový fond, sa môže stať napríklad informácia o mene, v ktorej je fond denominovaný, lebo kurzové riziká môžu prevýšiť riziká, vyplývajúce z akciového trhu.“

Pokračovanie.