

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

Evidenčné číslo: 104004/I/2015/1268532942

FINANČNÉ ROZHODOVANIE V PODMIENKACH
OBMEDZENEJ RACIONALITY

Diplomová práca

2015

Bc. Dušan Mihok

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

FINANČNÉ ROZHODOVANIE V PODMIENKACH
OBMEDZENEJ RACIONALITY

Diplomová práca

Študijný program: 6276 8 06 Manažment a ekonomické zručnosti

Študijný odbor: 6276 8 00 Finančný manažment

Školiace pracovisko: Katedra podnikových financií FPM

Vedúci záverečnej práce: prof. Ing. Peter Markovič, PhD.

Bratislava 2015

Bc. Dušan Mihok

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

Pod'akovanie

Týmto sa chcem pod'akovať pánovi profesorovi Markovičovi za jeho trpezlivosť, cenné rady a pripomienky. Ďalej ďakujem моjím blízkym, ktorí ma podporili a znášali moje monológy na tému tejto diplomovej práce.

ABSTRAKT

MIHOK, Dušan: *Finančné rozhodovanie v podmienkach obmedzenej racionality*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu; katedra podnikových financií. – Vedúci záverečnej práce: prof. Ing. Peter Markovič, PhD. – Bratislava: FPM EU, 2015, 71 s.

Ľudské rozhodovanie ohľadom financií je značne subjektívne a ovplyvnené našou jedinečnou psychológiou. Existuje veľké množstvo definovaných odchýlok, ktoré skresľujú navonok racionálny úsudok. Tieto odchýlky ovplyvňujú všetkých bežných ľudí, no od profesionálnych investorov prirodzene očakávame rozumnejšie, objektívnejšie a najmä racionálnejšie rozhodnutia. Rozhodli sme sa preto v tejto diplomovej práci preskúmať prejavy odchýlok v správaní a rozhodovaní vybraného profesionálneho investora. Práca je rozdelená do 5 kapitol, obsahuje 2 tabuľky, 2 obrázky a 9 grafov. Prvá kapitola sa venuje východiskám behaviorálnej ekonómie a popisu odchýlok, najmä kognitívnej disonancie, ďalšie dve cieľom a použitej metodike. Posledné dve kapitoly predstavujú samotnú analýzu vybraného skutočného prípadu a výsledky, ku ktorým sme dospeli. Analýzou priebehu dlhoročného pôsobenia navonok úspešného investora, ktoré skončilo finančným škandálom ohromných rozmerov sme boli schopní identifikovať prítomnosť mnohých odchýlok od racionality v jeho konaní. Potvrdili sme tým náchylnosť profesionálnych investorov k rovnakému skresleniu úsudku ako je to u ostatných ľudí. Ale pretože títo rozhodujú o neporovnateľne väčších čiastkach peňazí oproti zvyšku populácie, aj menšie prejavy odchýlok môžu spôsobovať veľké finančné straty a problémy. V diskusii sme načrtli súvislosť s poslednou finančnou krízou a určili sme prvotného vinníka týchto udalostí – extrémny oportunizmus. Z nášho výskumu vyplýva, že pokiaľ spoločenský tlak nevytvorí podmienky pre presun ťažiska z honby za ziskom na udržateľnosť, zároveň zlepšenie kontroly a zmeny odmeňovacích systémov, budeme v budúcnosti svedkami opätovných a čoraz väčších finančných kolapsov a zlyhaní.

Kľúčové slová:

finančné rozhodovanie, behaviorálna ekonómia, obmedzená racionalita, kognitívna disonancia, neautorizované obchodovanie

ABSTRACT

MIHOK, Dušan: *Financial Decision Making under Bounded Rationality*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Management; Department of Enterprise Finance. – Thesis supervisor: prof. Ing. Peter Markovič, PhD. – Bratislava: Faculty of Business Management EU, 2015, 71 p.

Human financial decision making is affected by our own unique psychology and therefore is very subjective. There are many defined anomalies, which misrepresent our rational conclusions. These anomalies are affecting all of us, but naturally, we expect much more reasonable, objective and rational decisions from professional investors. That is why in this thesis we decided to study utterances of anomalies in financial decision making of professional investor. Thesis is divided into five chapters, contains two tables, two pictures and nine graphs. First chapter is devoted to basis of behavioral economics and description of anomalies, especially cognitive dissonance. Following two chapters are dedicated to goals of this thesis and methodology. Last two chapters represent case study of chosen real event and results, which we obtained. Through analysis of longtime operations of successful investor, which ended with tremendous financial scandal, we were able to identify many anomalies of bounded rationality in his behavior. We verified that also professional investors are prone to misjudgment due to behavioral anomalies, as all other people. But because they are deciding about much bigger amounts of money, even small mistakes can lead to big losses and financial problems. In the last chapter, we discuss relation to the last financial crisis, and figured out the initial culprit – extreme opportunism. The result from our thesis is, that unless social pressure does not create conditions for moving crux of the business from chasing profits to financial sustainability, together with better checks and a change in motivation systems, we will be witnesses of repeated and even bigger financial collapses in the future.

Keywords:

financial decision making, behavioral economics, bounded rationality, cognitive dissonance, unauthorized trading

OBSAH

ÚVOD	8
1. SÚČASNÝ STAV PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ.....	9
1.1. BEHAVIORÁLNA EKONÓMIA	11
1.1.1. HRY A ÚŽITOK	12
1.1.2. PROSPEKTOVÁ TEÓRIA	13
1.2. BEHAVIORÁLNE FINANCIE – ANOMÁLIE.....	14
1.2.1. EMOČNÉ SKLONY.....	16
1.2.2. KOGNITÍVNE SKLONY	19
1.3. KOGNITÍVNA DISONANCIA	24
1.3.1. PÔVOD TEÓRIE.....	24
1.3.2. OPRAVNÝ FAKTOR.....	26
1.3.3. DISONANČNÝ PROCES.....	27
1.3.4. DISONANCIA VO FINANCIÁCH A STRET ZÁUJMOV	28
1.4. INVESTIČNÝ PRIESKUM V SR.....	29
1.4.1. SÚHRN VÝSLEDKOV SPIS	29
1.4.2. ANALÝZA SÚVISLOSTÍ	32
2. CIEĽ PRÁCE	34
3. METODIKA PRÁCE A METÓDY SKÚMANIA.....	34
3.1. TOSHIHIDE IGUCHI	35
3.2. DAIWA BANK, LIMITED	35
3.3. KULTÚRNE POZADIE	36
4. VÝSLEDKY PRÁCE	37
4.1. KARIÉRNA CESTA.....	37
4.1.1. KRITICKÝ ZLOM.....	40
4.1.2. VEĽKÁ STÁVKA	44
4.1.3. PRIZNANIE	50
4.2. ODCHÝLKY OD RACIONALITY	53
4.2.1. EMÓCIE	54
4.2.2. ROZUM	57
4.2.3. KOGNITÍVNA DISONANCIA	58
5. DISKUSIA	62
ZÁVER.....	67
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	68

Úvod

V tejto diplomovej práci sme sa zaoberali vplyvom osobnej psychológie na finančné rozhodnutia. Každodenne stojíme pred situáciami, ktoré viac či menej ovplyvňujú našu náladu, pohodlie, ekonomickú situáciu a celkovo náš život, alebo životy druhých. Naším primárnym cieľom je rozhodovať sa čo najlepšie. „Najlepšie“ je však veľmi subjektívny pojem a prax ukazuje, že ľuďom sa často v správnom rozhodovaní nedarí. Existuje mnoho faktorov, ktoré našu voľbu skresľujú či ovplyvňujú, alebo môžeme byť postavený do vypätej situácie, kedy nemáme na hľadanie tých najlepších riešení čas. V tejto práci sme niektoré z mnohých faktorov skreslenia a ich dopady na naše rozhodovanie opísali.

V ekonomickej vede sa dlho budovali ideálne, jednoduché modely, postavené na úhladnej matematike, ktoré však pracovali s logickým predpokladom, že ekonomickí agenti sa správajú racionálne. Z iného pohľadu je však logické, že nie sme dokonalí a robíme chyby. Časť našich rozhodnutí je správna, racionálna, ale v mnohých sa mýlime aj keď sa rozhodujeme v najlepšej viere. Preto je dôležité obohatiť ekonómiu o poznatky našej osobnej jedinečnosti. Ako to, kým sme, vplýva na rozhodnutia, ako vlastná myseľ, ale aj okolie ovplyvňuje naše závery. Týmto spojením sa zaoberá behaviorálna ekonómia, pod ktorej krídla môžeme túto diplomovú prácu zaradiť.

Na tomto základe nám prišlo osobné ľudské zlyhanie celkom prirodzené a nevyhnutné. Už od začiatku ale bolo naším záujmom spoznať tieto procesy v životoch a rozhodovaní profesionálnych investorov. Tých ľudí, ktorí spravujú obrovské objemy cudzích peňazí. Bankovní investori, manažéri veľkých firiem či vysokí štátni úradníci. Tí majú odborné vzdelanie a vedia o tejto problematike omnoho viac ako bežní ľudia, sú trénovaní, mali by teda konať rozumnejšie. Aj keď celkovo zrejme rozumnejšie rozhodujú, tiež podliehajú chybným úsudkom. Rozdiel je v tom, že ich chyby majú často kritické dôsledky omnoho väčších rozmerov. Preto sme sa v tejto diplomovej práci rozhodli rozobrať práve problematiku zlyhaní finančného rozhodovania u profesionálneho investora.

1. Súčasný stav problematiky doma a v zahraničí

Na úvod je potrebné charakterizovať jednotlivé pojmy, ktorými sme sa v práci zaoberali. Východiskom predmetu nášho skúmania bolo rozhodovanie. Rozhodovanie (Goga, 2013) nastáva v situácii, kedy sme postavení k určitému problému a vyberáme optimálny variant riešenia z množiny prípustných riešení, pri rešpektovaní určitých kritérií. Štandardná teória rozhodovania sa zameriava na skúmanie cesty od informácií, ktorými rozhodovateľ disponuje, až po uskutočnenie voľby (Bačová, 2013, podľa McFadden 1999). Takéto chápanie rozhodovania vychádza z ekonómie. Psychológia tento pojem vníma odlišne, neskúma cestu od informácie k rozhodnutiu, ale zameriava sa na výskum podstaty jednotlivých rozhodovacích elementov a ich významu (McFadden, 1999).

V rámci rozhodovania odlíšime pojem finančné rozhodovanie. Valach (1993) definuje finančné rozhodovanie podniku ako výber optimálneho variantu získavania peňazí, podnikového kapitálu a ich použitie z hľadiska základných finančných cieľov podnikania s prihliadnutím k obmedzujúcim podmienkam.

Podnikové rozhodnutia často vykonávajú manažéri samostatne. Subjektom finančného rozhodovania sú teda aj jednotlivci, nie len podniky ako celky. Práve behaviorálna ekonómia sa zaoberá pochopením týchto rozhodnutí, ktoré robia.

V praxi nie je samotný proces rozhodovania vôbec jednoduchý a úzko ho spájame s pojmom riziko. Faktom je, že takmer nikdy si nebudeme môcť byť istý absolútnou správnosťou našich rozhodnutí. Rozhodovací proces je zaťažovaný vonkajšími faktormi, najmä v podobe neúplnej informovanosťou subjektu. Na jej základe rozlišujeme rozhodovanie v podmienkach istoty, neistoty a rizika (Markovič, 2007, podľa Knight, 1921). Rozhodovanie v podmienkach istoty je najjednoduchšie, znamená existenciu iba jediného variantu vývoja, ktorý vieme predpovedať so 100 % pravdepodobnosťou. S viacerými prípustnými variantmi je naše rozhodnutie zaťažené rizikom, ktoré vieme kvantifikovať na základe poznania pravdepodobností jednotlivých variantov. Samozrejme môže nastať aj situácia, kedy nepoznáme pravdepodobnosti vývoja, alebo dokonca ani samotné varianty. Ide o najzložitejší stav, ktorý nazývame rozhodovaním v podmienkach neurčitosti.

„Riziko je taká neistota, pri ktorej sme schopní pomocou rozličných, predovšetkým matematicko-štatistických metód kvantifikovať pravdepodobnosť odklonu skutočných podmienok alebo výsledkov od predpokladaných.“ (Markovič, 2007, s. 12, podľa Knight, 1921)

V rámci rizika sme sa ďalej zamerali len na finančné riziko, ktoré môžeme definovať nasledovne. *„Finančné riziko je pravdepodobnosť očakávanej straty, neočakávanej straty alebo výpadku zisku.“* (Jílek, podľa Jendruschewitz, 2000). Jílek (2000) ďalej rozdeľuje finančné riziká na tieto skupiny:

- úverové riziko,
- trhové riziko,
- riziko likvidity,
- operačné riziko,
- obchodné riziko.

Empirická časť našej práce sa dotýka najmä skupiny operačných rizík, konkrétne podskupiny, rizikami operačného riadenia. Tam zaradíme riziká strát spôsobené riadením aktivít, teda ľudskou činnosťou a chybami v ich osobných rozhodnutiach. Napríklad ide o straty spojené s neautorizovaným obchodovaním na finančných trhoch, obchodovaním nad stanovené limity, podvodnými operáciami a ďalšie.

Ďalším dôležitým pojmom je racionalita. V histórii ekonómie je koncept racionality hlboko zakorenený. Ekonomické teórie boli teórie normatívne, odvodené pomocou logiky a matematiky. Samotný predpoklad racionálneho správania ekonomických agentov znamená najmä konzistentnosť ich kritérií pre rozhodovanie (Schiliró, 2012). Rozhodovanie agentov ako racionálny proces je teda riadený iba ich osobným systémom preferencií. Na opačnej strane obmedzená racionalita, ktorou sa v práci zaoberáme, je definovaná ako racionalita jednotlivcov, ktorá je limitovaná im dostupnými informáciami, kognitívnymi obmedzeniami ich mysle a konečným časom dostupným na vykonanie rozhodnutia. Prináša myšlienku praktickej nerealizovateľnosti rozhodovania pri absolútnej racionalite (Schiliró, 2012, podľa Simon, 1957). Avšak McFadden (1999) hovorí, že model racionálneho spotrebiteľa je v ekonomickej analýze natoľko vžitý, že pre mnohých ekonómov je ťažké si len predstaviť, aký dopad by mohli mať chyby v racionalite na významné ekonomické rozhodnutia. Ako si ale ukážeme neskôr, následky môžu byť fatálne.

1.1. Behaviorálna ekonómia

"Behaviorálna ekonómia aplikuje výsledky vedeckého bádania o ľudských a sociálnych kognitívnych a emočných sklonoch pri vysvetľovaní ekonomických rozhodnutí a objasňovaní, ako tieto sklony ovplyvňujú trhové ceny, výnosy a alokáciu zdrojov." (Baláž, 2006, s. 14)

Podľa hlavného prúdu moderných ekonomických teórií teda účastníci trhu konajú racionálne a sebecky, nemajú dôvod konať inak, ale platí to aj v praxi? Dokážu vôbec ekonomickí agenti, napr. podniky či ľudia rozhodnúť, ktoré voľby sú pre nich naozaj racionálne? Vo väčšine prípadov budeme môcť povedať, že nie. Racionálne rozhodnutia by vyžadovali úplnú informovanosť, podrobnú analýzu a chladný, objektívny prístup. Neznamená to však, že by naše voľby boli odsúdené k iracionalite. Pri dôležitých a dlhodobých rozhodnutiach príde racionálny, analytický postup väčšine z nás prirodzený. Ale v každodenných situáciách, napríklad pri voľbe oblečenia, jedla či produktov v obchode len málo z nás strávi dlhý čas podrobnou analýzou. Rozhodneme sa rýchlo, intuitívne, na základe pocitu. Práve tu vzniká nesúlad rozvinutej ekonomickej teórie s praxou. Veľa modelov je v praxi úplne nepoužiteľných, pretože pracujú v ideálnych podmienkach, ktoré v reálnom svete nikdy nenastanú. Ekonomickí agenti sa v skutočnosti nesprávajú vždy racionálne a to z mnohých dôvodov. Aby sme pochopili tieto odchýlky od racionality, musíme zapojiť poznatky aj z iných vedných odborov ako len ekonómie. Najmä psychológie, sociológie a v súčasnosti už aj neurológie. Idealistické modely ekonomickej teórie sa často dajú rozšíriť o niektoré špecifické vzorce správania, no potom strácajú svoju matematickú krásu a jednoduchosť, ktoré ich robia výnimočnými. Odchýlok je navyše priveľa. Určite nepoznáme všetky, alebo im úplne nerozumieme a ich plnohodnotné zapracovanie do súčasných všeobecných modelov sa tak stáva vzdialenou metou. Pri výskume si preto v behaviorálnej ekonómii získal významnejšie postavenie experiment, tak ako je to aj vo vedných odboroch, s ktorými tradičnú ekonómiu prepája. Pri prevládajúcom dojme, že ekonómia je čisto teoretická kategória, získava takto nový rozmer.

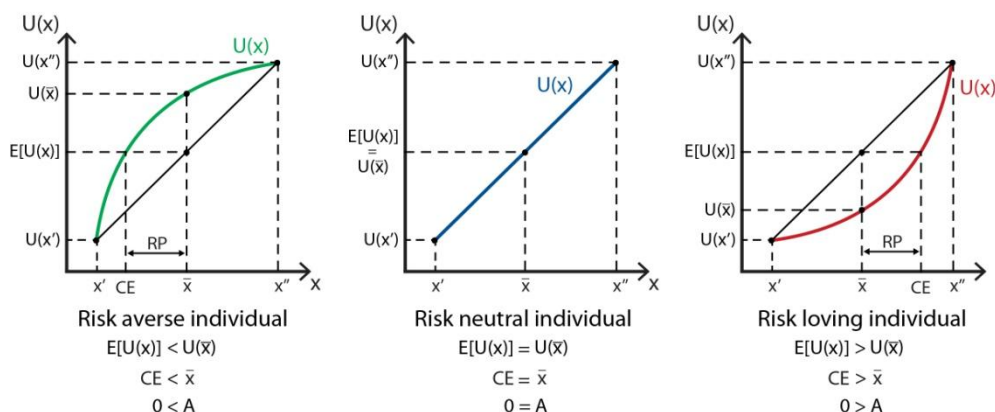
1.1.1. Hry a úžitok

Významným medzníkom neoklasickej ekonómie 20. storočia bola teória očakávaného úžitku. Jej autori John von Neumann a Oskar Morgenstern (1944) spojili nový pojem úžitok (z angl. utility) s teóriou hier. Teória hier bola rozvinutá v 50tych rokoch minulého storočia a stala sa dôležitou v mnohých odboroch. Princíp spočíva v štúdiu strategického rozhodovania pomocou matematických modelov konfliktu a spolupráce medzi inteligentnými racionálnymi rozhodovateľmi (Myerson, 1991).

Podľa Baláža (2009, s.42) je základná myšlienka teórie očakávaného úžitku v definícii rozhodovacích procesov ekonomických agentov. Ľudia sa podľa tejto teórie pri rozhodovaní riadia veľkosťou úžitku, ktorý im z alternatívy vyplýva a výškou pravdepodobnosti, s ktorou sa daná alternatíva vyskytne. Týmto spôsobom si vieme pri každom rozhodnutí presne zrátať, pre ktorú alternatívu je výhodné sa rozhodnúť, prípadne akú môžeme očakávať hodnotu z opakovania určitej situácie.

Úžitok ale nestúpa donekonečna a ani sa nerovná skutočnej hodnote objektu. Je to veľmi subjektívna kategória a je závislá od našich preferencií. Dôležitý záver teórie je, že ľudia sa snažia maximalizovať svoj subjektívny úžitok a nie objektívnu hodnotu a tento úžitok má postupne klesajúci charakter. S každou uspokojenou jednotkou veľkosť očakávaného úžitku z ďalšej jednotky klesá.

Obrázok č. 1: Porovnanie funkcie úžitku pri rôznej tolerancii k riziku



Zdroj: <<http://www.policonomics.com/wp-content/uploads/Risk-aversion.jpg>>, cit. [12.7.2014]

Do teórie očakávaného úžitku bol časom zapracovaný aj postoj k riziku. Výskumy ukázali, že väčšina ľudí je k riziku averzná, volí cestu istoty pred neistotou. Ich funkcia

očakávaného úžitku tak nie je lineárna, ale skreslená. Čím vyššia je averzia k riziku, tým je funkcia konkávnejšia a naopak. Ilustruje to obrázok č. 1. Rizikovo averzní ľudia svoj úžitok uspokoja rýchlejšie, naopak riziko vyhľadávajúci ľudia budú potrebovať ku svojej spokojnosti viac.

Bol to prvý významný krok priblíženia teoretických modelov bežnej ľudskej realite. Inak je pre teóriu očakávaného úžitku charakteristické logické, racionálne správanie. Agenti po zvážení všetkých úžitkov a ich pravdepodobností vyberú variant, ktorý maximalizuje ich úžitok. Teória je jednoduchá a ukotvená len pomocou piatich axiôm, ktoré mali presvedčivo charakterizovať ľudské správanie.

1.1.2. Prospektová teória

Teória očakávaného úžitku zlyhávala vo vysvetľovaní niektorých fenoménov rozhodovania z praxe, no dlho nikto neprichádzal s alternatívou. Postupne bola jej dôveryhodnosť podlomená najmä Allaisovým (1953) a Ellsbergovým (1961) paradoxom, ekonomickými hlavolamami, ktoré porušovali axiômy pôvodnej teórie. Nástupcom sa stala až prospektová teória, tzv. „*teória nádeje*“ (Baláž, 2006), ktorú v roku 1979 predstavili a neskôr v roku 1992 doplnili jej autori Daniel Kahneman a Amos Tversky. Nedá sa povedať, že by táto teória popierala princípy maximalizácie úžitku. Vychádza z vtedajších ekonomických škôl. Úžitok ale nahrádza slovom prospekt, ktorý má význam „*vyhliadka, nádej, potenciálny výsledok*“ (Baláž, 2009, s. 57). Rozdiel oproti teórii očakávaného úžitku je potom najmä v týchto bodoch:

- Existuje nelineárny vzťah medzi ziskom a stratou.
- Váženie pravdepodobností je taktiež nelineárne.
- Rozširuje výpočet a utvára všeobecnejší rámec, ktorého teória očakávaného úžitku je len špeciálnym prípadom.

Prospektová teória nespochybnila predpoklady predchádzajúcej teórie, len ich pozmenila a najmä obohatila o nové poznatky. Racionalitu ekonomických agentov nahradila podmienenou racionalitou a vyjadrila postoj, že rozhodnutia sú často a do značnej miery ovplyvnené emóciami a psychologickým pozadím.

Princípy teórie opisujú dve funkcie:

- Hodnotová funkcia (nahradza funkciu očakávaného úžitku).
- Funkcia váh pravdepodobnosti.

Nadstavbu prospektovej teórie priniesla tzv. kumulatívna prospektová teória. Pôvodná teória opisovala transformáciu objektívnych individuálnych pravdepodobností na subjektívne rozhodovacie váhy, pričom nová teória transformuje kumulatívne pravdepodobnosti. Dôsledkom je nadhodnocovanie výskytu extrémnych udalostí a dobre vysvetľuje, prečo niekedy aj rizikovo averzní ľudia riziko vyhľadávajú, napríklad si kúpia žreb do lotérie. Ďalším dôležitým zistením je, že ľudia vážia zisky a straty trochu rozdielne, preto je nutné použiť rôzny výpočet.

Pokrok v prospektovej teórii ďalej napreduje rôznymi úvahami a úpravami dvoch základných funkcií, ktoré ju charakterizujú. Aj keď pracuje s podmienenou racionalitou ekonomických agentov, dôkazy naznačujú, že ľudské voľby sú systematické, hoci nie vždy racionálne podľa tradičného chápania tohto pojmu (Kahneman, Tversky, 1992).

Súčasná behaviorálna ekonómia vychádza najmä z poznatkov prospektovej teórie. Na základe experimentov sa snaží pochopiť zdanlivú iracionalitu subjektov a o tieto nové poznatky spresniť pôvodné ekonomické teórie. Významnou oblasťou moderného výskumu je neuroekonómia, odbor využívajúci pokrok v neurológií a technológií na experimentálny výskum rozhodovania a súvisiace fyziologické procesy v mozgu. Zložitosť a obsah kategórie ale presahuje zameranie tejto práce, preto sme sa ňou napriek jej zaujímavosti podrobnejšie nezaoberali.

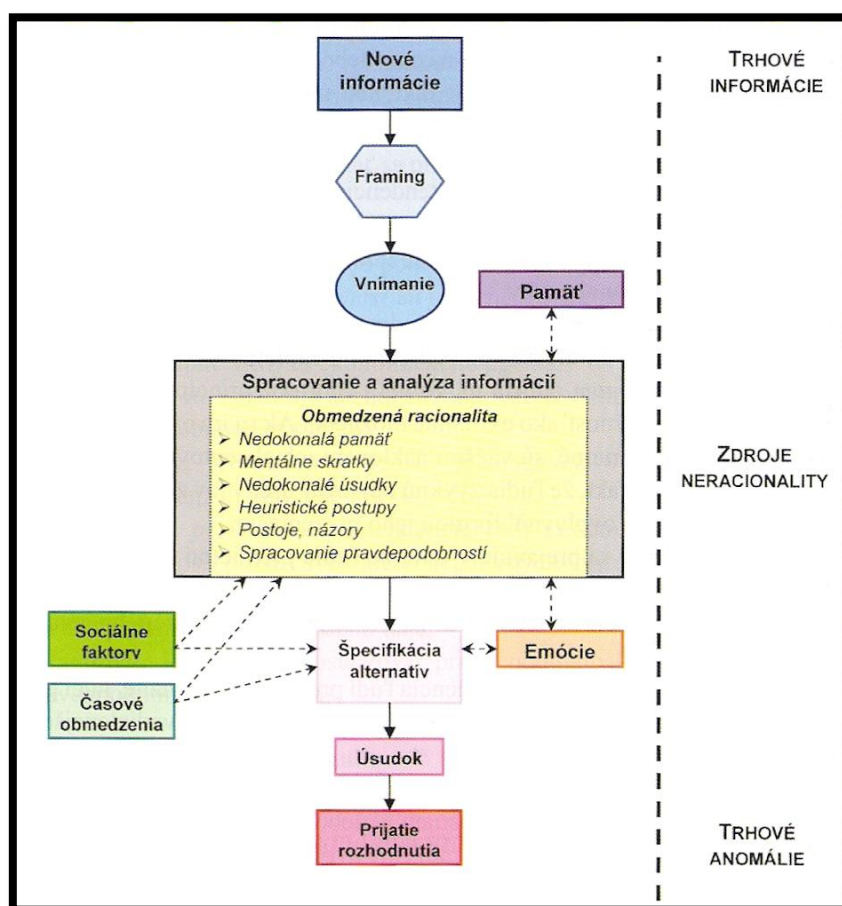
1.2. Behaviorálne financie – anomálie

Od samotnej behaviorálnej ekonómie musíme odlíšiť pojem behaviorálne financie. Baláž (2009, s. 211) ich definuje takto: *„behaviorálne financie sú interdisciplinárnou vedou, ktorá aplikuje poznatky o kognitívnych a emočných odchýlkach od racionality pri výskume ekonomických rozhodnutí na finančných trhoch“*. Oproti behaviorálnej ekonómii sa skúmanie zúžuje na oblasť finančných trhov. Ďalej sa neskúmajú jednotlivci a ich priame rozhodnutia, ale hlavne hromadné štatistické údaje zo sekundárnych zdrojov.

V rámci povahy skúmaných údajov sa teda prešlo od mikroekonómie k makroekonómii. V našej empirickej časti sme sa napriek tomu zaoberali analýzou správania jednotlivca a to najmä kvôli významu a hĺbke daného prípadu, ako aj nedostupnosti štatistických údajov pre zvolenú cieľovú skupinu.

V súčasnosti sa behaviorálne financie venujú práve skúmaniu vzorcov správania ekonomických agentov a identifikujú jednotlivé systematické chyby (anomálie) v ich finančnom rozhodovaní. Tieto chyby sú odchýlkami od racionality, prejavujúcimi sa buď za účelom rýchlejšej adaptácie, teda úspory času podrobnej racionálnej analýzy, alebo ako výsledok nedokonalosti mechanizmov riešenia konkrétnych situácií. Je identifikovaných už viac ako 50 odchýlok a nachádzame ich v rôznych fázach rozhodovacieho procesu. Komplexné znázornenie rozhodovacieho procesu v kontexte behaviorálnych financií sme uviedli v nasledujúcom obrázku č. 2.

Obrázok č. 2: Rozhodovací proces a odchýlky od racionality



Zdroj: Baláž (2009), s. 245

Odchýlky môžeme klasifikovať (Baláž, 2009) buď podľa časti rozhodovacieho procesu, v ktorých k nim dochádza a to na:

- formovanie názorov a prijímanie rozhodnutí,
- chyby v odhaľovaní pravdepodobnosti,
- sociálne odchýlky od racionality,
- chyby pamäti.

Alebo ich môžeme rozdeliť podľa ich povahy, na 2 skupiny:

- emočné odchýlky,
- kognitívne odchýlky.

Druhé, pôvodné a jednoduchšie rozdelenie sme sa rozhodli použiť aj na klasifikáciu prezentovaných odchýlok v ďalšej časti práce, pretože sa všeobecne hodnotí ako významnejšie pre finančnú prax.

1.2.1. Emočné sklony

Emočné odchýlky od racionality sú výsledkom emočného správania jedincov, ich túžob a obáv. Vzťahujú sa väčšinou na kódovanie, pociťovanie a akceptovanie straty. Emócie sú dôležitý, evolučne starší mechanizmus v človeku, ktorý vznikol na podporu rýchlych a úsporných rozhodnutí komplexných problémov, ktorých riešenie by bolo zbytočne zložité, či zaťažujúce organizmus. V určitých situáciách však môže emóciami riadené správanie vyvrcholiť v iracionálnom a škodlivom konaní. Zmeniť, alebo odstrániť tieto emočné sklony v človeku je veľmi ťažké. Na ďalších riadkoch uvádzame opis významných emočných odchýlok.

Averzia k strate - Citlivosť na stratu

"Averzia k strate je emočná odchýlka od racionality, ktorá sa prejavuje v tom, že ľudia pociťujú straty podstatne intenzívnejšie ako zisky." (Baláž, 2009, s. 294) Ide o jednu z prvých skúmaných odchýlok, ktorá sa prejavuje takmer u všetkých skupín ľudí, profesionálov či amatérov. Ľudia nehodnotia zisky a straty tej istej veľkosti rovnako.

Stratu prežívajú oveľa horšie, ako prípadný zisk. Podľa štúdií Thaler, Kahnemana a Tverskeho (1997) dokonca viac ako 2 krát horšie. Táto odchýlka vysvetľuje, prečo je tak málo ľudí ochotných investovať do rizikových finančných produktov, aj keď ponúkajú vysoký výnos. Obdobne z toho vyplýva aj, že investori, ktorí sú ochotní akceptovať riziko, často sprvu očakávajú nerealisticky vysoký výnos. Averzia k strate je veľmi rozšírený jav a môžeme o ňom hovoriť skôr ako o všeobecnej norme, než odchýlke.

Nedostatok sebakontroly

V človeku koexistujú akoby dva protikladné systémy. Jeden sa orientuje na dlhodobé ciele a druhý vyhľadáva krátkodobé uspokojenie. Nedostatok sebakontroly je emočná odchýlka od racionality, ktorá predstavuje rozpor medzi týmito systémami. Vysvetľuje situácie, kedy ľudia uprednostňujú súčasnú spotrebu na úkor šetrenia do budúcnosti. Teoretický základ k vysvetleniu sporiaceho správania podáva teória životného cyklu. Aj keď sa teória dobre uchytila, našli sa v nej rozpory, ktoré ďalej rozpracovala behaviorálna teória životného cyklu (Baláž, 2009, podľa Shefrin a Thaler, 1988). Táto okrem finančných premenných a demografických charakteristík berie do úvahy aj psychologické aspekty jednotlivcov.

Sklon k mŕňaniu peňazí je ťažké odstrániť. V dnešnej dobe sa však priemerná dĺžka života šplhá do vysokých čísel a niekoľkonásobne prekonáva dĺžku života pred niekoľkými storočiami. Vtedy ľudia často nemali vôbec dôvod šetriť a dlhodobo plánovať, žili zo dňa na deň. Dnes, v súčasnej modernej ekonomike je naozaj dôležité, aby si ľudia a domácnosti vytvárali úspory do budúcnosti.

Nedostatok sebakontroly má za následok upúšťanie od naplánovaných cieľov, neplnenie finančných predsavzatí či zásad a ignorovanie princípov fungovania finančných nástrojov.

Spätné poznanie a výčitky

Tieto emočné odchýlky majú prameň v prejave, ktorý bol aj v ekonomickej teórii často skloňovaný, v ľúlosti. Ľútosť je prejav bolesti vyplývajúci z pocitu zodpovednosti za stratu, alebo nerealizovaný zisk (Baláž, 2009). Práve vyhýbanie sa ľúlosti je pre ľudí brzdou, pretože potom odkladajú rozhodnutia zo strachu, že ho budú ľútovať. Toto môže

vyplývať z negatívnej i pozitívnej situácie, napríklad ľútosť nad prehratými peniazmi v kasíne verus ľútosť z predčasného opustenia hry skôr, ako sme dostali šancu našu výhru zvýšiť.

Druhá spomenutá situácia je typickým príkladom spätného poznania. To znamená, že človek sa najprv musí nejako rozhodnúť, napríklad o predaji či podržaní cenného papiera. Povedzme, že sa rozhodne pre jeho predaj. Následne po nejakom čase sa ale ukáže, že jeho úsudok bol mylný, cena aktíva rástla a on nezrealizoval zisk. Pri spätnom pohľade zastane názor, že tento vývoj bol predsa predvídateľný, on urobil chybu a svoje rozhodnutie začne ľutovať. V skutočnosti však nebola v čase rozhodnutia žiadna možnosť ako overiť či predvídať vývoj ceny aktíva, ktorý v najbližšom období nastane. Pri spätnom pohľade sa môže tento vývoj javiť ako jednoznačný a odôvodnený. Netreba však zabúdať, že je iba výsledkom, ktorý vyplýval spomedzi množiny variantov na základe pravdepodobnosti. V čase rozhodnutia tento vývoj nebol jednoznačný a ani pri ďalších rozhodnutiach zrejme nebude. Takýto precedens ale ľuďom často dodáva pocit istoty, že v budúcnosti bude vývoj rovnako jednoznačný a tým sa zvyšuje riziko ešte väčších chýb pri ďalších rozhodnutiach.

Ľudia teda majú tendenciu pociťovať ľútosť plynúcu z dvoch vzorov správania (Baláž, 2009, s. 305), a to:

- chýb vyplývajúcich z konania,
- chýb vyplývajúcich z nekonania.

Z výskumov vyplýva, že ľútosť z konania, teda skutočné straty majú väčší dopad na ľudskú psychiku ako ľútosť z nekonania, kde ide najmä o nerealizované zisky. Úsilie vyhnúť sa ľútosti môže podporovať aj toleranciu rizika.

Status Quo, efekt obdarovania a neochota priznať stratu

Baláž (2009) definuje status quo ako emočnú odchýlku, pri ktorej ľudia zvolia z dostupných možností tú, ktorá zachováva súčasný stav. Znamená zotrvačnosť v myslení a konaní. Experimenty (Samuelson, Zeckahauser, 1988) ukázali, že ľudia sa oveľa menej angažujú v už vykonaných rozhodnutiach, či nimi samotnými, alebo niekým iným. Majú tendenciu zachovať v minulosti rozhodnutý stav, aj keď by sa v prípade nového súčasného

výberu variantu rozhodli inak. Nechuť ku zmene môže byť silným faktorom, ktorý ovplyvňuje naše rozhodnutia.

Na túto odchýlku nadväzuje ďalšia nazývaná efekt obdarovania (z angl. endowment effect). Znamená, že ľudia si cenia predmety v osobnom vlastníctve viac, ako tie isté predmety, ktoré vlastní druhí (Baláž, 2009). Vlastníctvo teda pridáva predmetom určitú pridanú hodnotu v očiach majiteľa. Rovnako aj obdarovaní ľudia si cenia tie isté predmety viac.

Zotrvačnosť ďalej môže byť spôsobená nielen nechťou k zmene, ale neochotou investora priznať stratu, prehru, chybu. Takýto investor bude napriek racionálnym argumentom, ktoré hovoria za opustenie investície, tvrdohlavo zotrvávať vo svojej stratovej pozícii. Bude sám seba presviedčať, že jeho rozhodnutie nebolo chybné a nebude ochotný priznať si stratu, ktorú vystúpením z investície potvrdí. Ostane v nádeji, že sa vývoj nakoniec otočí v jeho prospech. Aronson a Tavis (2007) hovoria, že aj keď väčšina z nás nebude nikdy rozhodovať o živote či smrti miliónov ľudí, nech budú následky našich chýb akokoľvek triviálne či tragické, nech majú lokálny či celonárodný dopad, pre väčšinu z nás bude nesmierne ťažké, či dokonca nemožné povedať: Mýlil som sa, urobil som strašnú chybu. Čím viac je v stávke - z citového, finančného, morálneho hľadiska - tým to bude ťažšie.

1.2.2. Kognitívne sklony

Kognitívne odchýlky tvoria rozsiahlejšiu skupinu odchýlok. Spôsobené sú chybami v procese zberu, analýzy a prijímania rozhodnutí. Tieto odchýlky, na rozdiel od emočných je možné vhodným poradenstvom korigovať a tak znižovať ich dopad, alebo ich eliminovať. Opäť uvádzame opis niekoľkých významných kognitívnych odchýlok.

Nadmerná sebadôvera a optimizmus

Nadmerná sebadôvera sa prejavuje ako prílišná dôvera vo svoje poznatky a úsudky bez zjavného racionálneho základu. Baláž (2009) hovorí, že ľudia sú vo všeobecnosti „zle kalibrovaní“ a odhadujú veľmi nepresne aj veci, o ktorých si myslia, že ich dobre

poznajú. Môžeme rozlíšiť niekoľko takýchto prípadov, najmä je to fakt, že ľudia preceňujú pravdepodobnosti príjemných udalostí a podceňujú tie nepríjemné. Tiež podhodnocujú stredne veľké a naopak nadhodnocujú malé pravdepodobnosti, ako vysvetľuje už prospektová teória. Celkovo spracúvajú pravdepodobnosti veľmi zle a to sa potom odráža vo vyhláseniach druhu „toto sa na 100% stane“ a podobných. Prejavy nadmernej sebadôvery sú charakteristickejšie pre mužov ako ženy a ďalej pre ľudí s vyšším vzdelaním či skúsenosťami. Všeobecne si radi pripisujeme zásluhy za úspechy, ktoré vôbec nemusia byť výsledkom nášho úsilia, ale náhody či celkového trendu. Naopak pri neúspechu hľadáme vinu u druhých.

Tieto prejavy sú typické aj pre finančné trhy a niektorí autori (Odean, 1988) ich považujú za kľúč k vysvetleniu obrovského obratu na finančných trhoch. Ten je vraj výsledkom pričastého obchodovania, ktoré pramení práve z nadmernej sebadôvery účastníkov trhu, že majú lepšie informácie, úsudky a vedia presnejšie predvídať vývoj trhu oproti ostatným. Časté obchodovanie však poprední investori vnímajú veľmi negatívne a vo väčšine prípadov z nich zrejme budú profitovať len brokeri a díleri.

S nadmernou sebadôverou súvisí aj iná odchýlka nazývaná neprimeraná reakcia, ktorá popisuje neadekvátne reakcie na vonkajšie podnety. Tejto odchýlke sa venovali DeBondt a Thaler (1985), ktorí sformulovali neskôr potvrdené hypotézy o tom, že investori sami tlačia ceny aktív na neudržateľné úrovne v oboch smeroch, pretože pripisujú neprimeraný význam krátkodobým udalostiam.

Ilúzia kontroly

Táto kognitívna odchýlka sa viaže na presvedčenie či vieru jednotlivca, že dokáže ovládať svoje okolie. Je nespochybniteľné, že vo väčšine situácií nás v živote sprevádza náhoda, to však nebráni mnohým z nás, aby neopodstatnene prehánali svoje schopnosti a pripisovali si zásluhy aj za náhodné javy. V tomto zmysle sa ilúzia kontroly prelína s nadmernou sebadôverou, ale kým tá ovplyvňuje najmä predvídanie budúcnosti, ilúzia kontroly sa dotýka aktuálnych rozhodnutí. Langerová (1975) definuje túto odchýlku ako subjektívnu očakávanú pravdepodobnosť úspechu, ktorá prevyšuje jeho objektívnu pravdepodobnosť. Typickým príkladom môže byť obyčajný hod kockou pri ktorom má veľa ľudí pocit, že nejakým spôsobom dokáže výsledok hodu ovplyvniť.

V modernej histórii finančných trhov sa ilúzia kontroly najviac odrazila pri prechode na on-line obchodovanie, čo individuálnym investorom umožnilo samostatne spravovať svoje portfólio, uzatvárať pružné a rýchle obchody a boli im poskytnuté veľké množstvá údajov a analýz. Títo investori s chýbajúcim vzdelaním a skúsenosťami nadobudli pocit, že vedia omnoho viac ako v skutočnosti a že svoje portfólio budú riadiť lepšie ako akýkoľvek iný profesionál.

Tieto problémy teda vznikajú aj z nepomeru medzi informáciami a ich spracovaním. Ľudia často len na základe väčšieho množstva informácií (bez ohľadu na ich kvalitu) nadhodnocujú pravdepodobnosti predpovedí. Vtedy tento jav nazývame aj ilúzia poznatkov.

(Ne)reprezentatívnosť, dostupnosť a novosť

Odchýlka „reprezentatívnosť“ vyplýva z evolučných charakteristík človeka. Náš mozog sa naučil zapamätať si rôzne vzory, či už predmetov, tvárí, alebo správania a je veľmi dobrý v ich rozoznávaní a klasifikácií. To nám umožňuje intuitívne rozlišovať naše okolie bez potreby všetko stále znova podrobne analyzovať. Nie všetko však je vo svojej hlbšej podstate také, aké sa to zdá na prvý pohľad a môže prísť k mylnej klasifikácii javov a následne aj k neprimeranej reakcii.

Podľa Baláža (2009) sa reprezentatívnosť na finančných trhoch vyskytuje v dvoch formách:

- Zanedbanie správnej veľkosti vzorky.
- Zanedbanie podstatných informácií.

Pri prvej forme hovoríme o tzv. zákone malých čísel, teda naše úsudky sú deformované buď veľmi malou základňou údajov so slabou vypovedacou hodnotou, alebo sú príliš preceňované čerstvé súčasné údaje na úkor dlhého radu historických údajov, ktoré sú k dispozícii. Druhá forma predstavuje sústredenie sa na jednu stránku, vlastnosť či charakteristiku veci, na úkor ostatných atribútov, ktoré sú ignorované, aj keď môžu byť dôležitejšie.

Na reprezentatívnosť vplývajú aj ďalšie 2 kognitívne odchýlky zvané dostupnosť a novosť. Dostupnosť sa prejavuje v štyroch základných aspektoch (Baláž, 2009):

- Prístupnosť hovorí, že ľudia prikladajú väčšiu dôležitosť a reagujú na informácie, ktoré si dobre pamätajú a vynárajú sa im v mozgu ako prvé.
- Kategorizácia vysvetľuje automatickú asociáciu javov a informácií.
- Úzky rámec, ktorý znamená zúžený pohľad na javy z dôvodu obmedzených skúseností daného človeka.
- Rezonancia je charakteristická tým, že ľudia preferujú príležitosti, ktoré sú v súlade s ich názormi a skúsenosťami.

Novosť sa prejavuje v preceňovaní nedávnych udalostí a zanedbávaním starších údajov. Baláž (2009) hovorí, že pri investovaní môže novosť viesť k fatálnym chybám. Investori nemôžu z nedostatočných nedávnych informácií robiť dlhodobé závery.

Ukotvenie

Podstata tejto odchýlky pramení z neistoty a nedostatku informácií. Keď narazíme na situáciu, v ktorej si nevieme poradiť na základe našich poznatkov, snažíme sa chytiť „kotvy“, určitého referenčného bodu v podobe prvej informácie, ktorá nám je dostupná (Baláž, 2009). Táto odchýlka je typická aj pre profesionálnu časť populácie.

Samotná prítomnosť nejakého významného referenčného bodu (čo vieme dosiahnuť cielenou formuláciou problému) dokáže ukotviť pozornosť našej mysle a spôsobí, že naše úvahy sa budú tohto referenčného bodu pridŕžať (bez ohľadu na jeho kvalitu). Platí to aj v prípade, keď by bol kotviaci bod vzhľadom na naše poznatky výrazne podhodnotený, alebo nadhodnotený. Aj vtedy napriek zjavnému nesúladu s informáciami, ktoré máme, dokáže ukotvenie skresliť náš úsudok v smere k referenčnému bodu.

Shiller (2005) je toho názoru, že mnoho anomálií, ktoré pozorujeme na finančných trhoch majú jednoduché vysvetlenie v používaní záchytných bodov, stelesnených najmä praktickými a známymi číslami.

Mentálne účtovníctvo a framing

Baláž (2009) definuje mentálne účtovníctvo ako kognitívnu odchýlku od racionality, ktorá sa prejavuje v tendencii ľudí kódovať, triediť a ohodnocovať alternatívne ekonomické rozhodnutia do vzájomne oddelených mentálnych účtov.

To znamená, že rovnaké objemy peňazí môžeme vnímať veľmi rôzne z hľadiska tolerancie k riziku, alebo ich využitia pri rozhodovaní. Napríklad sme oveľa náchylnejší míňať peniaze vyhrané v lotérií, ako mzdové príjmy. Je to práve preto, že vyhrané peniaze sú v našej mysli na oddelenom účte a chováme k nim úplne iný vzťah ako k ťažko zarobeným peniazom. V ich objektívnej hodnote však žiadny rozdiel nie je.

Rovnako to platí aj v prípade finančného plánovania, kedy si vytvárame príslušné účty pre jednotlivé ciele a používame rozdielne váhy a prístup k prostriedkom na týchto mentálnych účtoch. Taktiež máme tendencie využívať mentálne účty aj na strane výdavkov, nie len príjmov.

Shefrin a Thaler (1988) začlenili do mentálneho účtovníctva tri druhy procesov:

- vnímanie možných a prežívanie skutočných výsledkov rozhodnutí,
- kategorizácia a alokácia ekonomických aktivít do špecifických účtov,
- periodické vyhodnocovanie a označovanie účtov.

V súvislosti s mentálnym účtovníctvom je úzko spojená iná kognitívna odchýlka nazývaná framing. Podľa Baláža (2009) spôsobuje, že ľudia posudzujú udalosti a javy podľa toho, akým spôsobom sú im prezentované. Nespočetné príklady z praxe ukazujú, ako zásadne sa dá pomocou framingu ovplyvniť vnímanie ľudí a následne tak usmerniť ich rozhodnutia. Tento prístup k prezentácii informácii je kľúčový pre marketing.

Framing hrá dôležitú úlohu v spojitosti s mentálnym účtovníctvom práve preto, že ovplyvňuje vnímanie a tým aj triedenie na mentálne účty a náš postoj k nim.

1.3. Kognitívna disonancia

V mysli každého človeka nájdeme súbor osobných presvedčení, názorov, predstáv, viery a iných informácií. Za bežných podmienok tieto názory v mysli koexistujú v spoločnom súlade, nazývame ho stav konsonancie. Príchod novej informácie, ktorá je odporujúca, protichodná, alebo inak v nesúlade s našimi predstavami tento súlad naruší a vznikne napätie. Tento nesúlad nazývame disonancia. Kognitívna disonancia teda predstavuje anomáliu, ktorá hovorí o nesúlade v rámci nášho poznania. Tento jav bol popísaný v teórii kognitívnej disonancie a v posledných dekádach sa stal intenzívnou oblasťou výskumu.

1.3.1. *Pôvod teórie*

Kognitívnu disonanciu ako prvý popísal Leon Festinger v šesťdesiatych rokoch minulého storočia. Slávnym sa stal najmä experiment, ktorý uskutočnil spolu s Carlsmithom (1959) na skupine študentov. Požiadali ich o vykonávanie veľmi nudnej a nezáživnej činnosti (napr. ukladanie cievok od nití na tácku, či zapichovanie špendlíkov do tabule) a po experimente ich požiadali, aby túto prácu odporučili inému študentovi (nastrečenému hercovi) ako zaujímavú a naplňajúcu prácu. Za túto lož im boli ponúknuté peniaze, jedna skupina dostala 1\$ a druhá skupina až 20\$. Nakoniec sa ich pýtali na vlastné hodnotenie vykonanej práce (bez prítomnosti herca). Skupina, ktorá dostala iba 1\$ hodnotila nudnú prácu pozitívnejšie, ako druhá skupina. Autori to odôvodnili tým, že kvôli protichodným názorom (tým čo si myslia a odporúčením, ktoré boli nútení urobiť) vznikla u študentov disonancia. Študenti s odmenou 1\$ zlepšili svoj názor na prácu, pretože chceli znížiť disonanciu a nemali iné dostatočné odôvodnenie, ktoré by ich klamstvo ospravedlnilo. Naopak v 20\$ skupine bola finančná odmena dostatočne silné ospravedlnenie pre vykonané klamstvo, preto nepocíťovali disonanciu a ich postoj k práci sa nezlepšil.

V rámci mnohých experimentov preskúmal Festinger (1957) viacero faktorov, ktoré majú na kognitívnu disonanciu vplyv. Vyplynulo z nich, že disonancia je nevyhnutným následkom všetkých rozhodnutí, pričom je závislá od dôležitosti rozhodnutia a relatívnej

atraktívnosti alternatívneho rozhodnutia. Na záver svojho výskumu Festinger skonštruoval dve nosné hypotézy teórie:

- Prítomnosť disonancie dáva vznik tlaku na jej zníženie.
- Sila tohto tlaku na zníženie disonancie je funkciou veľkosti disonancie.

Súčasťou experimentov bolo aj skúmanie prejavov disonancie v skupine. Otvorené vyjadrenie nesúhlasu osoby v skupine viedlo ku vzniku kognitívnej disonancie v členoch skupiny. Toto napätie tu vzniklo preto, že členovia skupiny sa považujú za podobných a vyjadrený protichodný názor je nekonzistentný. Rovnaká disonancia môže byť vyvolaná v masovom meradle pri závažných udalostiach, ktoré vyvolajú jednotnú reakciu spoločnosti. K podobným záverom dospel aj Ariely (2012), ktorý ich ale rozšíril o poznatky vplyvu spoločenskej identifikácie. Disonancia sa totiž bude prejavovať aj v náhodnej skupine, no na jej veľkosť bude mať silný vplyv spoločenská príslušnosť „čiernej ovce“, ktorá sa rozhodne vytŕčať svojím názorom či správaním. Ak sa s ňou identifikujeme, disonancia je väčšia, ak ju však považujeme za outsidera, disonanciu pociťovať nebudeme.

Kognitívna disonancia môže byť aj výsledkom nútenej poslušnosti, teda prípadov, kedy sme nútení konať proti svojmu presvedčeniu za príslubu odmeny či hrozby trestu. Veľkosť disonancie je funkciou významnosti osobného presvedčenia a veľkosti prípadnej odmeny či trestu. Zníženie disonancie môže byť dosiahnuté následnou zmenou pôvodného presvedčenia, alebo zveličovaním odmeny či trestu. Pri nútenej poslušnosti platí závislosť, že so zvyšujúcou sa odmenou, alebo trestom sa veľkosť disonancie znižuje. Pokiaľ však činnosť nevykonáme, rastie naopak disonancia spolu s výškou odmeny/trestu. Je to pre ich rozličný charakter, kým v prvom prípade ide o disonanciu v presvedčení, v druhom prípade pramení disonancia z informácie o ušlej odmene, či hroziacom treste.

Aj napriek obľúbenosti teórie kognitívnej disonancie, má táto svojich odporcov. Podľa Lorda (1992) sa zástancovia teórie kognitívnej disonancie nechali príliš opantať svojimi experimentmi a sama teória je dávno za svojím zenitom. Vznikla ako reakcia na vtedajšiu teóriu učenia, ktorá vnímala ľudský proces poznania strojovo, ako ukladanie do pamäťových priečinkov a nebola úspešná vo vysvetľovaní zmeny postojov a iných odchýliek. Tento prístup však bol onedlho po definovaní kognitívnej disonancie prepracovaný a v súčasnosti sa vraj výsledky experimentov o disonancii dajú plne vysvetliť v rámci teórie učenia pomocou "*kontrastných efektov*".

1.3.2. Opravný faktor

„Samoospravedlňovanie má klady a zápory. Samé o sebe nepredstavuje nutne zlú vec. Umožňuje nám v noci kludne spať. Bez neho by v nás neustále hlodalo zlé svedomie.“ (Aronson, Tavis, 2007, s. 19)

Naše každodenné konanie teda vytvára situácie, kedy sa dostávame do disonancie. Čo si z nich odnesieme, závisí na tom, ako dobre dokážeme svoje konanie racionálne zdôvodniť. Ariely (2012) vo svojej knihe opisuje tzv. teóriu opravného faktoru. Opravný faktor využívame na to, aby sme sa vnútorne zmierili s rozporom rozhodnutia, najčastejšie medzi naším sebeckým záujmom čo najviac získať a zároveň si udržať tvár v rámci hraníc našej morálky. Táto teória vysvetľuje vyvažovanie medzi možnými výhodami (aj za cenu klamstva, či podvodu) a znižovaním si následnej disonancie. Je súčasťou procesu racionalizácie, pomocou ktorého si nájdeme argumenty, ktoré naše konanie pred samým sebou a druhými ospravedlnia. Napríklad Arielyho experimenty, ktoré skúmali prejavy podvádžania potvrdili, že keď ľudia dostanú príležitosť, budú s veľkou pravdepodobnosťou podvádzať, aby si zvýšili prospech. Väčšina však bude podvádzať len trochu (aj keď im nehrozí odhalenie či následky) a to práve preto, že si potrebujú udržať obraz svojej čestnosti. Keby podvádžali príliš, bolo by pre nich ťažké zdôvodniť a ospravedlniť svoje konanie. Ľudia, ktorí sa pri možnosti podvádzať „utrhlí z reťaze“ a vytiažili zo situácie maximum predstavovali len výnimky.

Proces racionalizácie je vo svojej podstate procesom sebaospravedlňovania vykonaných rozhodnutí. Dôležité je zdôrazniť, že ľudia podliehajú tomuto fenoménu najmä kvôli sebe samým a nie kvôli svojmu okoliu. Prvoradé je udržanie ich vnútornej integrity a dobrého obrazu o samých sebe. To je najsilnejšia motivácia, ktorá nás núti nachádzať vedomé, či nevedomé cestičky, ako si disonanciu znižovať.

Prejavy opravného faktora teda vidíme v dvoch odlišných situáciách. Prvou takou situáciou je túžba niečo dosiahnuť, alebo získať. Ariely (2012) hovorí, že často skôr iba intuitívne tušíme, čo vlastne chceme. Táto túžba je prejavom emočných procesov a nemusí mať vôbec racionálne opodstatnenie. Preto si nakoniec človek sám vytvorí argumenty a upraví svoje požiadavky pomocou myšlienkových skratiek, aby odôvodnil svoju túžbu pred sebou a dosiahol čo chce.

Druhou situáciou je zdanlivo presný opak. Ariely (2012) vysvetľuje, ako sme schopní meniť svoje myslenie v negatívnych situáciách, ospravedlňovať svoje konanie. Má to jednoduchý dôvod, potrebujeme byť schopný ďalej žiť sami so sebou, bez toho, aby sme sa utrápili myšlienkami na naše zlyhanie. Tento mechanizmus nám to umožňuje.

1.3.3. Disonančný proces

Skúsme popísať, ako budú prejavy kognitívnej disonancie a opravného faktoru prebiehať v praxi. Osoby, ktoré prídu do kontaktu s novou informáciou a vykonajú dôležité rozhodnutie značne upravia svoje myslenie a správanie aby si disonanciu znížili. Znižovanie disonancie je charakteristické selektívnym vnímaním informácií, prehliadaním informácií zvyšujúcich disonanciu a cieľným záujmom o informácie znižujúce disonanciu. Tento fakt sa opisuje aj samostatne ako odchýlka selektívneho výberu informácií. Aktívne teda vyhľadávame informácie, ktoré by podporili súlad s prijatým rozhodnutím. Taktiež dochádza k posilneniu dôvery v prijatú možnosť a oslabeniu významu neprijatej alternatívy, čo úspešne pomáha znížiť disonanciu. Tento aspekt má vplyv na naše rozhodovanie v budúcnosti, čiastočne vysvetľuje obtiažnosť meniť už prijaté rozhodnutia, ako sme popísali v odchýlke status quo. Zaujímavý je fakt, že osoby, ktoré už sú v stave silnej disonancie, majú pri priamej konfrontácii tendenciu spochybňovať kvalitu informácií a tým sa vyhnúť ďalšiemu zvýšeniu disonancie. Čím viac človek vznik disonancie očakáva vopred, tým skôr bude schopný ju mentálnymi skratkami eliminovať. Nečakaná disonancia má najväčší dopad. Znižovanie disonancie je tiež charakteristické sebaospravedlňovaním. Ľudia začnú hľadať výhovorky, argumenty, ktorým často sami uveria a tým vyrovnajú nesúlad, ktorý v nich nastal.

Aronson a Tavis (2007) výstižne popisujú disonančnú teóriu ako teóriu slepých miest – hovorí vraj o tom, ako a prečo ľudia nevedomky zatvárajú oči, aby prehliadali životne dôležité udalosti a informácie, kvôli ktorým by si inak začali klásť otázky ohľadom svojho chovania a presvedčenia.

1.3.4. Disonancia vo financiách a stret záujmov

Kognitívna disonancia sa rovnako prejavuje aj vo svete finančného rozhodovania. Baláž (2009) ju definuje ako konflikt medzi už existujúcimi poznatkami, očakávaniami a novými poznatkami a faktami, ktoré sú s tými prechádzajúcimi v silnom rozpore. Príčinou tejto odchýlky na finančných trhoch sú podľa neho mentálne náklady na prijatie nových faktov a skutočností. Námaha a bolesť spojené so zmenou názorov núti niektorých investorov držať v portfóliu neperspektívne a dlhodobo stratové investície. Niekedy sú schopní rovnako investovať aj ďalšie prostriedky, aby si potvrdili, že ich rozhodnutie bolo správne.

Antoniou a kolektív (2013) vysvetlili pomocou kognitívnej disonancie, prečo sú optimistické periódy na trhoch také intenzívne. Je to najmä pre selektívne vnímanie informácií, znižovanie dôležitosti negatívnych noviniek, ktoré sa počas týchto období vyskytnú. Pri tomto výskume sa ukázala podstatná aj veľkosť investora, kedy veľký inštitucionálni investori reagujú na negatívne informácie oveľa rýchlejšie. O malých, naivnejších investoroch sa predpokladá, že majú menej informácií a napriek zlým správam zotrávajú v nekvalitných aktívach dlhšie. Poukazuje to na silnejšie prejavy disonancie a významnú úlohu, ktorú títo investori hrajú počas optimistických periód.

Kognitívna disonancia je charakteristická pre situácie stretu záujmov. Vtedy sa vedomie dostáva do nevyhnutného konfliktu protichodných motivácií. Finančný poradcovia, lekári, manažéri a ďalší sú pod tlakom rozhodnutí, ktoré môžu vyústiť buď v prospech ich klientov, alebo ich vlastný. Je ťažké zhodnotiť skutočnú objektívnosť rád, ktoré od podobných profesií dostávame. Aj v najlepšej viere nám totiž nevedomky môžu podávať zaujaté stanoviská. Také, z ktorých profitujú oni sami a až v druhom rade my ako klienti. Ich objektívna realita môže byť skreslená, ale vďaka opravnému faktoru majú títo ľudia pocit, že konajú naozaj v našom záujme. Toto skreslenie môžu spôsobiť napríklad pocity zaviazanosti dodávateľom (konkrétnym finančným inštitúciám, farmaceutickým firmám a iným), vďaka ktorým potom poradcovia či lekári uprednostňujú produkty tej či onej firmy a sami sú pritom presvedčení o ich kvalite. Často však nie na objektívnom základe. Ďalším veľkým motivátorom tohto správania môže byť spôsob odmeňovania, ktorý preferuje ponuku nie až tak výhodných, alebo zbytočných produktov pre klienta.

1.4. Investičný prieskum v SR

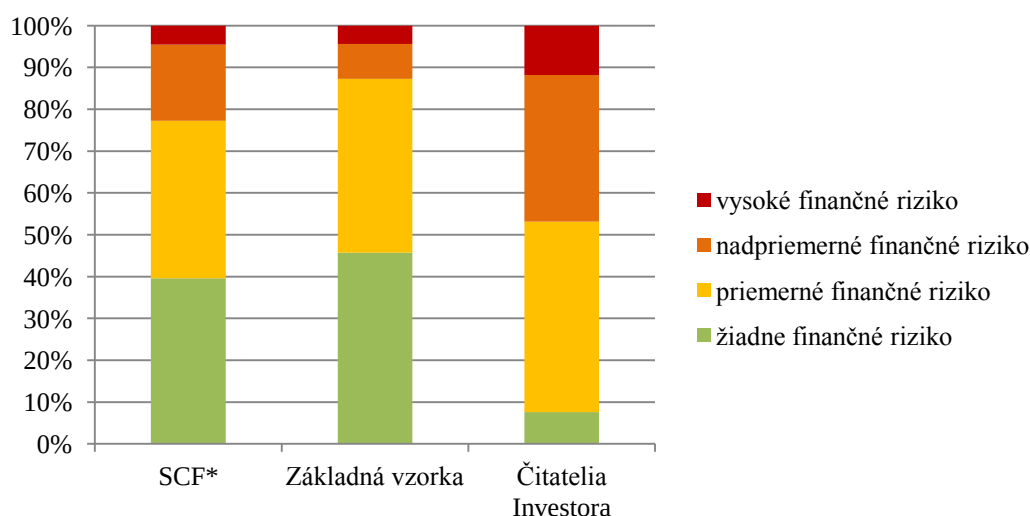
V roku 2008 uskutočnil Baláž (2009) Slovenský prieskum investičného správania (SPIS). Išlo o pilotný projekt v našej krajine, ktorý bol odvodený z podobných prieskumov vo vyspelých zahraničných krajinách. Zameriaval sa na ciele investovania, finančnú gramotnosť a analýzu niektorých z hlavných psychologických aspektov. Tento prieskum vychádzal z poznatkov behaviorálnej ekonómie a financií. Hlavnými cieľmi bolo utvorenie poznatkovej základne pre zvýšenie kvality finančného poradenstva a preskúmanie odchýlok od racionality Slovákov.

Vzorka zahŕňala 1898 osôb, ktoré tvorili tri špecifické skupiny: základná vzorka zozbieraná v teréne, čitatelia odborného ekonomického časopisu a študenti Ekonomickej univerzity. Údaje boli zozbierané pomocou dotazníka, ktorý bol navrhnutý tak, aby bol dobre porovnateľný so zahraničnými prieskumami a pokrýval všetky dôležité aspekty investičného správania.

1.4.1. Súhrn výsledkov SPIS

Zo základnej vzorky vyplynula vysoká averzia k riziku, až 45,7 % ľudí nie je ochotných akceptovať žiadne finančné riziká a 41,6 % toleruje len priemerné (mierne) riziko. Tento výsledok je ešte o niečo vyšší v porovnaní so zahraničnými prieskumami, čo môže byť spôsobené nižšou finančnou gramotnosťou nášho obyvateľstva. V skupine čitateľov odborného časopisu bola naopak vyššia ochota tolerancie nadpriemerného (35 %) a vysokého rizika (11,8 %). Skupina študentov sa pohybovala niekde medzi, no viac inklinovala k základnej vzorke. V grafe č. 1 uvádzame prehľad výsledkov a porovnanie s podobným americkým prieskumom SCF na vzorke viac než 4000 respondentov. Prakticky veľmi podobné výsledky vyšli aj pri asociácii slova „riziko“. Väčšinou bolo charakterizované ako neistota a nebezpečenstvo, len menšia časť ho vníma ako príležitosť či vzrušenie. V zahraničí je oveľa častejšie vnímanie rizika ako príležitosti, najmä u odbornejšej časti populácie.

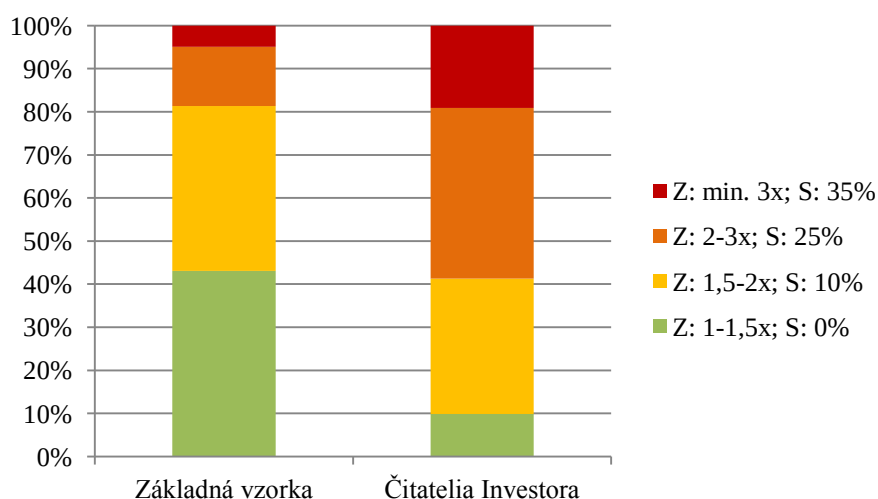
Graf č. 1: Porovnanie akceptácie finančných rizík



Zdroj: spracované podľa Baláž (2009, s. 390-391)

Ďalej sa respondenti rozhodovali v niekoľkých hypotetických investičných situáciách. V týchto sa potvrdila averzia k riziku a citlivosť na stratu, keď si osoby zo základnej vzorky vybrali portfólia a investície, pri ktorých nehrozila možnosť straty, aj za cenu nízkych výnosov. Čitatelia časopisu oveľa ochotnejšie vybrali varianty s možnosťou straty, čo potvrdilo ich vyššiu toleranciu rizika. Výsledky sme porovnali v grafe č. 2.

Graf č. 2: Porovnanie investície do hypotetického portfólia

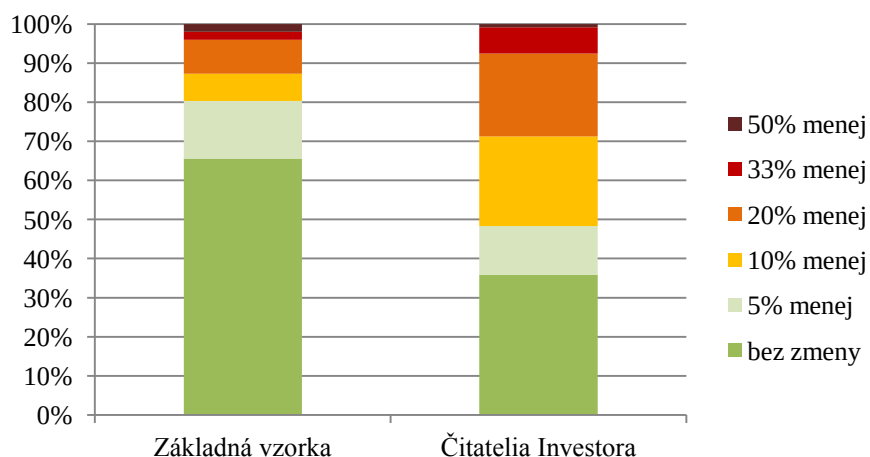


Zdroj: spracované podľa Baláž (2009, s. 392)

Respondenti dostali aj známy príklad zmeny zamestnania, kde sa im ponúka možnosť výmeny istého zamestnania za menej isté, ale výnosnejšie. Výsledky sme zhrnuli

v grafe č. 3. Len 3% ľudí by vymenilo prácu za polovičnú možnosť 2-násobného výnosu, s polovičnou hrozbou o tretinu či až polovicu nižšieho výnosu. V základnej vzorke väčšina ľudí nebola vôbec ochotná podstúpiť riziko zmeny zamestnania.

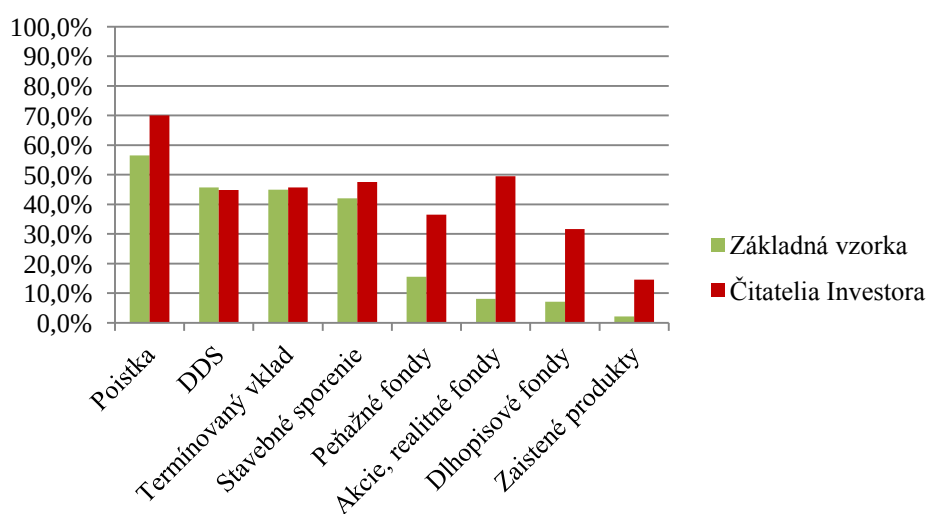
Graf č. 3: Porovnanie ochoty zmeniť dobré zamestnanie



Zdroj: spracované podľa Baláž (2009, s. 394)

Z prieskumu ďalej vyplynulo, že väčšina respondentov v základnej vzorke malo skúsenosti len so základnými finančnými produktmi, ako životná poisťka či stavebné sporenie. Graficky sme zastúpenie týchto skúseností uviedli v grafe č. 4. V otázke samohodnotenia skúseností označili respondenti svoje skúsenosti ako slabé. V skupine investorov bol priemer znalostí oveľa vyšší a rovnako aj pestrosť nástrojov bola vyššia.

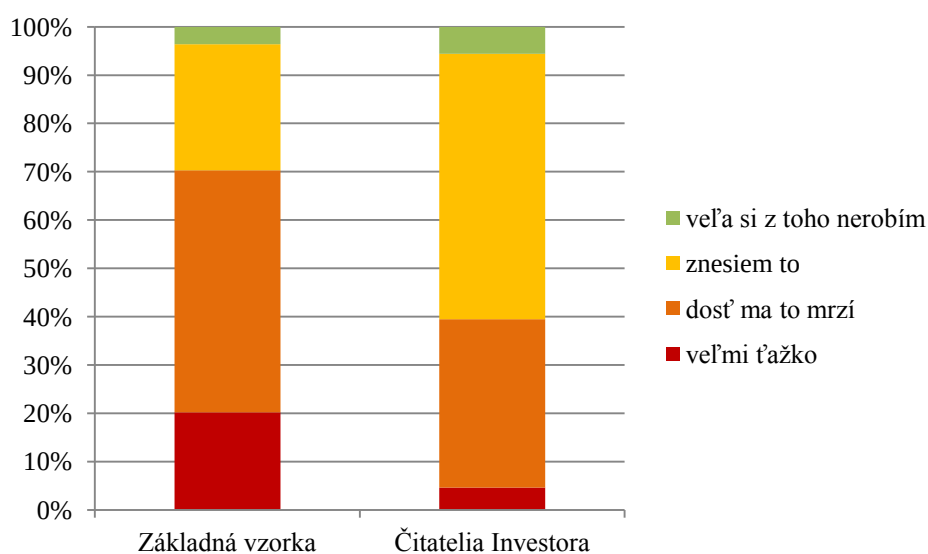
Graf č. 4: Porovnanie skúseností s finančnými produktmi



Zdroj: spracované podľa Baláž (2009, s. 397)

Zaujímavý výsledok ponúkla séria otázok, ktoré konfrontovali pocity pri investovaní a strate. Veľká väčšina respondentov bola so svojimi voľbami spokojná a verili, že urobili správnu vec. Na druhej strane, viac než polovica ľudí priznala, že prípadnú stratu nesú ťažko. Konfrontuje sa tu teda optimizmus s ľútosťou. Najlepšie stratu znášali čitatelia časopisu, výrazne horšie to bolo u základnej vzorky. Zhrnuli sme ich v grafe č. 5.

Graf č. 5: Porovnanie znášania straty



Zdroj: spracované podľa Baláž (2009, s. 401)

1.4.2. Analýza súvislostí

Na základe podrobnejšej analýzy dát sa potvrdilo, že „všeobecná tolerancia rizika“ ako povahová črta existuje a jej rozdelenie v rámci Slovenska je podobné ako vo vyspelých krajinách. Zároveň aj tolerancia finančných rizík s ňou významne koreluje. V prípadoch, keď vzniká protichodná situácia, že respondent je tolerantný k riziku no správa sa ako konzervatívny investor, je to najskôr dôsledok slabšej finančnej gramotnosti.

Z hľadiska demografického rozdelenia sa potvrdili výsledky zahraničných výskumov, ktoré hovoria, že muži sú k riziku tolerantnejší, než ženy. Ďalej, že s výškou dosiahnutého vzdelania sa zvyšuje aj ochota riskovať a čo sa týka veku, do zhruba 50-teho roku života sa tolerancia udržiava a mení len mierne, no starší ľudia rýchlo menia svoje preferencie a stávajú sa oveľa viac averzní k riziku. Zo zahraničných prieskumov tiež

vyplýva nižšia averzia k riziku u párov oproti slobodným ľuďom. Aj v SPIS bola táto tendencia naznačená, no korelácia nebola štatisticky významná. Výsledky hypotetických investícií vysoko korelovali s výsledkami subjektívneho hodnotenia tolerancie rizika, čo značí, že kvalitatívne i kvantitatívne vyjadrenia rizika a výnosu vnímajú ľudia podobne.

Pri skúmaní objektívnej tolerancie k riziku sa v prieskume vychádzalo zo štruktúry aktív respondentov, ktorá bola zisťovaná nepriamo cez otázky o skúsenostiach s rôznymi investičnými produktmi. Potvrdila sa silná korelácia medzi subjektívnou a objektívnou toleranciou k riziku a z prieskumu možno konštatovať, že osoby označujúce sa za rizikovo tolerantnú osobu, majú aj naozaj sklon investovať do rizikových produktov, napr. akciových a realitných fondov.

Zaujímavým špecifikom slovenskej populácie je analýza skupiny respondentov, ktorí sa zapojili do druhého piliera dôchodkového systému. Viac ako polovica z nich si vybrala rastové fondy, čo bolo určite vzhľadom na dlhodobosť investície racionálne. Paradoxne to bola práve veľká časť ľudí s nulovou či len miernou akceptáciou k riziku. Je to zrejme preto, že tento nápad nepochádza z ich hlavy, ale je výsledkom finančného poradenstva. Ďalším dôvodom môže byť prejav mentálneho účtovníctva slovenského obyvateľstva, ktoré inak vníma prostriedky sporené na úkor vlastnej spotreby a prostriedky, ktoré nemohli byť použité na spotrebu aj keď v oboch prípadoch ide o ich finančný majetok. Doplnkové dôchodkové fondy sú veľmi mladé a ich portfólia zatiaľ pomerne konzervatívne. V budúcnosti však budú musieť zvyšovať podiel rizikových investícií a je otázne, ako to príjmu dotknuté skupiny ľudí. Majú rovnaký sklon k ľútosti ako ostatní vo vyvážených a konzervatívnych fondoch, čo môže pri nepriaznivom vývoji viesť k silným prejavom sklamaní. Prieskum všeobecne ukázal, že pocity ľútosti sú výraznejšie pri rizikovejších produktoch. Ukázalo sa aj, že ženy, starší ľudia, ľudia s nižším vzdelaním a menej skúsení ľudia sú náchylnejší k pociťovaniu ľútosti. Silná negatívna asociácia sa objavila medzi pocitmi pri investovaní (optimizmus) a pocitmi ľútosti pri strate peňazí. Pri analýze sa zisťoval aj sklon ľudí k nadmernej sebadôvere, no nebol zistený. Zrejme je opäť dôvodom slabá finančná gramotnosť, vďaka ktorej nemali ľudia príležitosť nechať sa opantať prvotným úspechom, ktorý často vedie k nadmernej sebadôvere. Pocity optimizmu priniesli podobné výsledky, optimistickí boli takmer všetci, len s vyšším vekom mierne rástli obavy o výsledky investícií.

2. Cieľ práce

Hlavným cieľom diplomovej práce bolo poukázať na závažnosť dôsledkov vyplývajúcich z odchýlok od racionality s koncentráciou na problémy kognitívnej disonancie pri finančnom rozhodovaní profesionálnych investorov.

Čiastkové ciele predstavovali:

- Uviesť čitateľa do problematiky behaviorálnej ekonómie a stručne charakterizovať jej historický vývoj.
- Po teoretickej stránke prezentovať významné anomálie vznikajúce v procese prijímania finančných rozhodnutí.
- Stručne prezentovať výsledky súčasných prieskumov ohľadne finančného rozhodovania a odchýlok od racionality občanov Slovenskej Republiky.
- Analyzovať konkrétny prípad vážneho zlyhania profesionálneho investora na základe odchýlok od racionality.
- Porovnať aktuálne dianie na finančných trhoch a diskutovať o hrozbe a prevencii podobných situácií.

3. Metodika práce a metódy skúmania

Empirická časť našej práce sa zaoberala kvantitatívnym výskumom, nakoľko sme vychádzali so známej teórie a aplikovali sme jej obsah v praxi. Pri práci sme však využili kvalitatívne metódy, pretože sme sa sústredili na jediný prípad. Boli to najmä pozorovanie a analýza textov a dokumentov. Po analýze tohto prípadu sme vykonali syntézu s teoretickými poznatkami z prvej časti práce, aby sme tak vysvetlili konanie subjektu v našom prípade a potvrdili prejavy popísané v teórii.

Pri práci sme vychádzali najmä z analýzy dostupných informácií a pozorovania priebehu konkrétneho vývoja udalostí v minulosti. Na základe dostupných zdrojov v podobe podrobnej autobiografie investora, analýzy iných autorov a dobových článkov z médií sme sa pokúsili vykresliť vznik a priebeh vybranej osobnej krízy až po jej

ukončenie. Kľúčové bolo zasadenie týchto informácií do podmienok vtedajšieho trhu a pochopenie osobnosti, štruktúry a širších ekonomických súvislostí. Následne sme aplikovali poznatky získané o jednotlivých odchýlkach, aby sme identifikovali a popísali ich jednotlivé prejavy u skúmaného investora. K utvoreniu diskusie nám pomohli informácie a analýzy o mnohých podobných prípadoch, ktoré sa udiali.

Ďalej uvádzame východiskové informácie, týkajúce sa osoby vybraného investora, finančnej inštitúcie v ktorej pôsobil a pozadia, ktoré konanie a dôsledky ovplyvnilo.

3.1. Toshihide Iguchi¹

Rodák z japonskej Osaky, len 18-ročný Toshihide Iguchi sa v lete roku 1969 ocitol na Kennedyho letisku v New Yorku. Možnosť dostať sa do Spojených štátov amerických dostal vďaka svojmu otcovi, ktorý pracoval pre japonskú exportnú firmu. Amerika bola v týchto dobách zaplavená lacnou produkciou z povojnového Japonska. Pre podobné firmy bolo bežné vysielat' svojich jednotlivých zástupcov do New Yorku, kde mali pôsobiť ako severo-americká základňa pre japonské exportné aktivity.

Iguchimu sa však v Amerike natoľko páčilo, že sa rozhodol nastúpiť tu na vysokú školu. Úspešne vyštudoval špecializáciu psychológia na dnešnej Missouri State University. Počas štúdia sa zaľúbil a oženil. Popritom pracoval ako obchodný zástupca pre Chevrolet, ktorých produkty predával miestnym farmárom. Úplne „poameričtený“ sa po ukončení štúdia vrátil už aj so svojou ženou za otcom späť do New Yorku.

Otec vďaka svojim obchodným kontaktom pre Iguchiho dohodol pracovný pohovor v New Yorskej pobočke japonskej banky Daiwa. Iguchi bol do tejto inštitúcie prijatý a tým sa začala jeho kariéra bankového zamestnanca.

3.2. Daiwa Bank, Limited²

Japonská banka Daiwa Bank, Limited, bola následníkom banky The Osaka Nomura Bank, založenej už v roku 1918 Tokushichim Nomurom v Osake. Na rozdiel od mnohých

¹ TOSHIHIDE, I. 2014. *My Billion Dollar Education*. PrintPro, 2014. 335 s. ISBN 978-988-13373-8-2.

² DAIWA BANK. 2001. *Annual Report 2001*. [online]. 68 s. [cit. 2015-01-25].

iných bánk, ktoré sa sústredili na významné, veľké podniky, Nomurovým úmyslom bolo poskytovať prostriedky zanedbanému sektoru malých a stredných podnikov. Po veľkom krachu na burze v roku 1929 ostala Nomurova banka jedinou autorizovanou bankovou inštitúciou prefekturálnej vlády v Osake. Neskôr, v roku 1944 sa stala prvou japonskou finančnou inštitúciou, ktorá bola zároveň bežnou aj investičnou bankou. V povojnovom období v roku 1948 sa banka premenovala na The Daiwa Bank, Limited. Nasledujúci rok bola autorizovaná na zahraničné operácie a stala sa tak komplexnou finančnou inštitúciou. V roku 1962 spustila táto banka aj penzijné investície a dodnes je významným hráčom v japonskom korporátnom penzijnom sektore.

Hlavnou úlohou americkej pobočky Daiwa banky bolo financovanie exportu a importu medzi Japonskom a Spojenými štátmi americkými. V povojnovom Japonsku nastal prudký rozmach a to najmä vďaka obrovskej pracovitosti a následnému šetreniu, ktoré bolo masívne podporované vládou. Tá potom tieto spoločné prostriedky vedela nasmerovať do kľúčových odvetví industrializácie. Ako výrobcovia a podniky rástli a mali čoraz väčší podiel na trhu, rozšírili svoje aktivity do USA a postupne tam vysielali svojich obchodných zástupcov. Práve na financovanie potrieb týchto lokálnych zástupcov mala slúžiť americká pobočka banky, spolu s funkciou prostredníka pre kapitálové operácie na americkom burzovom trhu.

3.3. Kultúrne pozadie

Napriek tomu, že Toshihide Iguchi žil od dosiahnutia dospelosti v USA svoj „americký sen“, priniesol si japonskú výchovu. Najsilnejšou motiváciou bola mladá rodina, kde vnímal svoju pozíciu živiteľa. Ďalším kľúčovým faktorom bol vzťah s rodičmi, najmä s otcom, ktorý ho do USA priviedol. Bol jeho vzorom a vnímal ho ako úplne čestného, rešpektu hodného človeka, ktorý tvrdo pracoval, aby zabezpečil svoju rodinu. Tento motív je v japonskej kultúre silný. Japonci sú všeobecne známi svojím pracovným nasadením. Kultúra firmy a lojalnosť k nej je u zamestnancov omnoho silnejšia oproti západným krajinám. Paradoxom bolo, že Iguchi si nerozumel s japonskými kolegami. Tí sa priebežne obmieňali, kým on bol domácim stálym zamestnancom.

V rozhodovaní japonských spoločností tiež nebola kritická maximalizácia zisku, ale zabezpečenie pracovných miest pre ich zamestnancov. Zamestnanci a zákazníci boli väčšou prioritou ako veritelia. Tí preto boli odrádzaní od toho, aby zasahovali do riadenia manažmentu. Akokoľvek boli niekedy ich rozhodnutia neetické, nemorálne, alebo priam ilegálne, považovali sa za správne pre dobro krajiny.

Bankový sektor bol v Japonsku veľmi lukratívny a zamestnanci mali vysoký spoločenský status. Napriek tomu, oproti západným kolegom zarábali veľmi skromne. Do odvetvia sa dostávali len tí najlepší, no v japonskej kultúre sa tým myslelo najmä nerobenie chýb. Pokiaľ prekonalí vážne zlyhanie počas štúdia či kariéry, šance na postup boli mizivé. Preto bolo samostatné riešenie problémov súčasťou korporátnej kultúry. Išlo o prejav zodpovednosti, ale aj neochoty priznať si chybu. Priznanie zlyhania malo veľký význam.

4. Výsledky práce

V tejto kapitole sa pozrieme na osobné zlyhanie vybraného profesionálneho investora, ktoré viedlo k obrovským stratám a vážnemu medzinárodnému škandálu. Pre dôkladné pochopenie prípadu sa zaoberáme ekonomickou situáciou v pozadí vtedajších finančných trhov a medzinárodnou politikou dotknutých krajín. Dôležitá je aj samotná kariérna a osobnostná cesta nášho investora podmieňujúca vznik tejto situácie a formovala jeho správanie a rozhodnutia, ktoré následne prijímal.

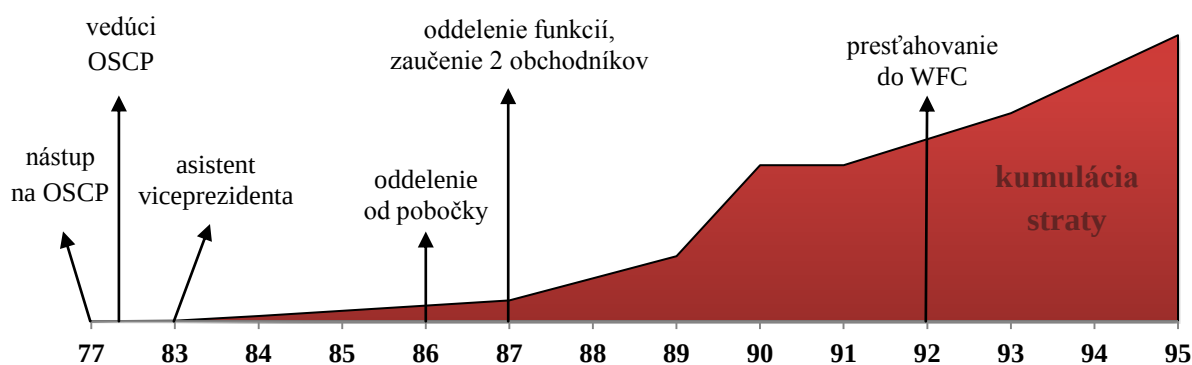
4.1. Kariérna cesta

Iguchi bol prijatý aj vďaka dobrej znalosti anglického jazyka, aby pomohol spolupráci medzi americkými zamestnancami a japonskými úradníkmi, ktorí anglicky príliš nevedeli. Jeho prvá pozícia bola na oddelení správy cenných papierov, ktorému nebola prikladaná veľká vážnosť. V rámci štruktúry pobočky spadalo pod pôžičkovú sekciu a pracovali tu okrem Iguchiho iba dvaja zamestnanci. Oddelenie správy cenných papierov sa staralo o vyrovnanie burzových obchodov, ktoré robili japonské investičné fondy so svojimi investíciami v amerických cenných papieroch. Pobočka Daiwa banky

pôsobila ako prostredník pre tieto aktivity. Okrem zúčtovania jednotlivých obchodov vykonávalo aj fyzickú úschovu cenných papierov pre klientov, nakoľko v týchto rokoch sa ešte fyzicky doručovali. Aj keď následkom zvýšeného záujmu verejnosti o obchodovanie akcií vznikla v 70tych rokoch na Wall Street obdoba centrálného depozitára (DTC – Depository Trust Company), Daiwa banka sa do systému nezapojila, pretože počet zúčtovaných obchodov bol v tejto dobe len zhruba 10 denne. Všetko sa v banke zaznamenávalo ručne, bez akýchkoľvek počítačov.

V 70tych rokoch bola už nová japonská infraštruktúra takmer vybudovaná, ekonomický rast krajiny spomalil a to znamenalo aj znížený dopyt po kapitále od bankových inštitúcií. Navyše sa vytvoril národný dlhopisový trh, ktorým chcela vláda doplniť príjmy zo spomaľujúceho sa rastu. Do roku 1977 však reálny trh neexistoval, preto boli práve banky nútené nakupovať všetky štátne dlhopisy. V Japonsku sa preferovalo šetrenie nad spotrebou. Primárnym prijímateľom depozít boli banky a tie ich potom ďalej investovali. Deregulácia trhu národných dlhopisov však priniesla pre investorov alternatívnu možnosť a banky tým utrpeli. To bolo dôvodom, prečo sa v tomto čase začali zaujímať o nové možnosti zisku v zámorí a postupne menili svoje praktiky.

Graf č. 6: Časová os kariéry na oddelení správy cenných papierov (OSCP)



Zdroj: vlastné spracovanie

Po roku práce bol Iguchiho priamy nadriadený oddelenia správy cenných papierov, presunutý na pôžičkovú sekciu a Iguchi zaujal jeho pozíciu. Dôvodom preradenia bolo zapojenie banky do schémy poskytovania obrovských projektových pôžičiek rozvojovým krajinám (z angl. Less Developed Countries – LDC), ktoré kvôli ropnému šoku a slabým dolárovým rezervám nemali kapitál. Tieto pôžičky zväčša vyjednávali významné finančné domy ako JP Morgan, alebo Chase Manhattan. Pôžičky však boli príliš veľké a záruky

nízke na to, aby ich zvládla jediná inštitúcia. Prizývali sa iné banky na zdieľanie rizík. Aj keď sa táto forma obchodu japonským bankám nepáčila, v tiesni stagnujúcich ziskov sa zúčastňovali týchto obrích pôžičiek s potenciálnym ziskom okolo 1% ročne. Bežne by bol ku každej pôžičke potrebný formálny postup schválenia centrálou v Japonsku. Teraz sa však nikto nezaoberal analýzou či bonitou dlžníka a jednoducho sa schvaľovalo s tým, že inštitúcie ako JP Morgan musia vedieť niečo viac, keď sú ochotné do takýchto obchodov vstupovať. Druhý spôsob rozširovania japonských bánk v zámorí bolo otváranie lokálnych dcérskych inštitúcií, iných ako bola už existujúca pobočka Daiwa banky. Takých, ktoré mali funkcie a možnosti bežnej tuzemskej banky. Daiwa otvorila svoju 100%-nú dcérsku spoločnosť Daiwa Bank Trust Company na Manhattane v roku 1976.

Japonsko prežívalo zlaté časy. Vďaka vysokému exportu do USA a šetreniu zároveň malo toľko dolárov, že nevedeli čo s nimi. Zámena na domácu menu japonský yen (skr. JPY) totiž vytvárala negatívny tlak na kurz USD/JPY, ktorý v tomto čase už nebol pevne fixovaný na úrovni 360 yenov za 1 dolár, ako tomu bolo viac než dve desaťročia v povojnovom období, ale plávajúci. Čím viac klesal, dolárové príjmy z exportu sa stávali menej významnými. Preto bolo v záujme Japonska, aby dolár ostal silný. Ministerstvo financií Japonska (skr. MOF), rozhodlo o uvoľnení pravidiel a umožnilo japonským investorom investovať do dolárových aktív, ako boli americké akcie, dlhopisy či nehnuteľnosti. Pretože úroveň zhodnotenia bola v USA oveľa vyššia ako v Japonsku, investori rýchlo reagovali. Na takúto investíciu samozrejme potrebovali doláre a vytvárali tak presne opačný tlak na klesajúci kurz USD/JPY, čo bol zámer tohto opatrenia. Japonskí exportéri a aj investori tak zarábali viac.

Americká pobočka Daiwa banky bola jednou z dvoch japonských inštitúcií, ktoré ponúkali zúčtovanie a úschovu cenných papierov, preto sa tento vývoj priamo dotkol Iguchiho oddelenia. Stalo sa vďaka tomu veľmi ziskovým. Do roku 1979 mal Iguchi pod kontrolou troch úradníkov a objem práce stúpol na takmer 50 zúčtovaní denne.

Iguchi chcel napredovať v kariére a tak sa zamerlal na štúdium dlhopisového trhu. O ďalšie dva roky už Iguchi pravidelne písal komentáre o vývoji na trhu pre divíziu penzijných fondov. Daiwa banka bola v tomto čase najväčším japonským správcom aktív investičných fondov. Táto osobná snaha viedla k tomu, že Toshihide Iguchi bol poverený manažérom penzijných fondov z Japonska k tomu, aby pre nich vykonával nákupy dlhopisov. Svoju novú právomoc využil hneď v obchodovaní nového nástroja a to dlhopisov s pohyblivým úrokom (z angl. Floating Rate Notes - FRN).

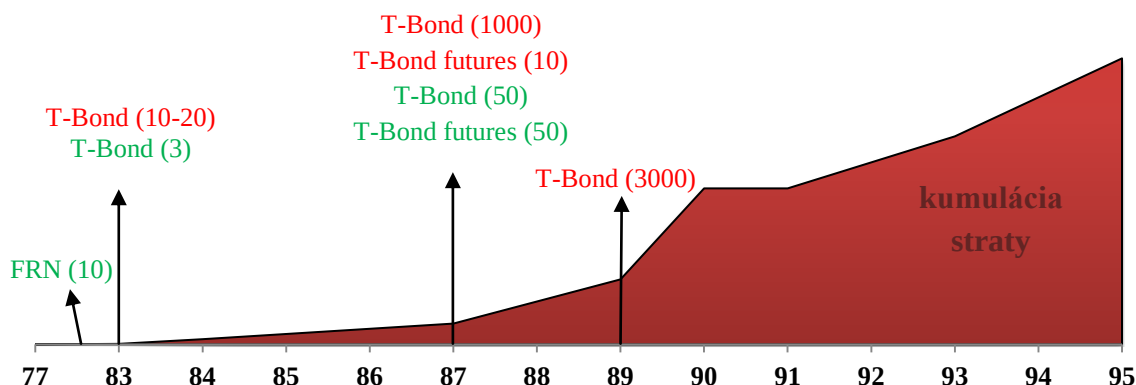
Presvedčil nadriadených, že tieto dlhopisy sú oveľa bezpečnejšie ako LDC pôžičky, aj napriek nižšiemu výnosu na úrovni len 0,2% - 0,4% ročne. Emitovali ich omnoho stabilnejšie krajiny ako Švédsko, Dánsko, Malajzia či Nový Zéland. Cena týchto dlhopisov bola pomerne stabilná, pričom pri LDC pôžičkách dochádzalo kvôli kolísaniu amerických úrokových mier k veľkej fluktuácii cien. Iguchi vytvoril svoje prvé bankové portfólio FRN dlhopisov.

Situácia v pobočke sa ale pomaly zhoršovala, pretože možností bolo málo a z LDC pôžičiek sa postupne začínali hromadiť straty. Vtedy oslovil Iguchiho generálny manažér pobočky a ukázal mu výsledky obchodovania iného, podobne nadaného kolegu z dcérskej banky Daiwa, pána Yamadu. Ten svojou produktivitou vygeneroval v roku 1983 takmer 80% zisku banky. Iguchi mal toto replikovať, nakupovať a predávať FRN a získať malé zisky (fluktuácia cien bola nízka). Na tento účel dostal obchodnú autorizáciu vo výške 10 miliónov dolárov, čo bol výnimočne veľký objem prostriedkov. Znamenalo to, že na obchody v rámci tohto objemu nepotreboval povolenie od svojich nadriadených. Iguchi tlačil na generálneho manažéra, aby mu bolo umožnené obchodovať americké štátne obligácie so splatnosťou nad 20 rokov (z angl. U.S. Treasury Bonds, skr. T-Bonds), ktoré tak úspešne obchodoval pán Yamada v Daiwa Trust. Nebolo mu však vyhovené, tento pomerne nový nástroj sa u manažéra netešil popularite. I tak, na jar 1983 prinášalo Iguchiho obchodovanie banke žiadané ovocie. Popri práci na oddelení správy cenných papierov sa stal najaktívnejším obchodníkom nástroja FRN.

4.1.1. Kritický zlom

Fiškálny rok japonských bánk bol nastavený od začiatku apríla do konca marca nasledujúceho roka. Krátko pred 31. marcom 1983, sa Iguchimu ozval jeden z významných dilerov nových emisií FRN so zaujímavou ponukou. FRN dlhopisy boli väčšinou rýchlo rozobraté už na primárnom trhu, najmä japonskými bankami, ktoré zvyšovali svoje portfólia aktív. Po výpredaji všetkých dlhopisov sa „rozpustilo združenie“ prvotných investorov a dlhopisy sa stali súčasťou sekundárneho dlhopisového trhu. Tu ich cena väčšinou hneď poskočila nahor, keďže bol o ne veľký záujem.

Graf č. 7: Časová os obchodovaných CP (objem v mil. \$; **autorizovaný**; **neautorizovaný**)



Zdroj: vlastné spracovanie

Iguchiho aktuálna bilancia obchodovania bol zisk 50 000 dolárov, čo bol dobrý výsledok, jeho oddelenie vygenerovalo zhruba 300 000 dolárov na poplatkoch. V tejto emisii videl príležitosť na rýchly zisk ďalších 20 000 dolárov, ktorý by takto na záver roka ohúril jeho nadriadených. Keďže o FRN emisie bol veľký záujem, nevidel v tomto obchode žiadne riziko a kúpil na primárnom trhu dlhopisy v plnej autorizovanej výške 10 miliónov dolárov (bežné FRN emisie mali objem okolo 200-300 mil. dolárov) pri nákupnej cene 98,80 dolárov. Plánoval ich okamžite pri prechode na sekundárny trh predať pri cene 99 dolárov. Vďaka svojej autorizácii mal výhodu rýchlosti voči ostatným obchodníkom, ktorí museli absolvovať schvaľovací proces. Nasledujúci vývoj však nesplnil očakávania. Zaslepený vidinou jednoduchého zisku opomenul Iguchi kritický aspekt tejto emisie. Japonské banky pripravovali uzatvorenie svojich účtovných kníh a napriek záujmu nechceli nakupovať dlhopisy na poslednú chvíľu pred koncom fiškálneho roka. Prešiel deň a dlhopisy stále viazli na primárnom trhu. Podľa dilerov boli banky ochotné nakupovať až na začiatku apríla v novom fiškálnom roku. Iguchi však nemohol čakať, malo ísť o rýchly obchod, potreboval sa dlhopisov rýchlo zbaviť. Poobede druhého dňa sa konečne cielene rozpustilo združenie a Iguchi mohol dlhopisy predať. Kvôli malému záujmu cena postupne klesla na 98,10 dolára. To predstavovalo pre Iguchiho stratu 70 000 dolárov, teda zmazanie polročnej snahy a ešte aj prepád do straty. Tento obchod sa stal zásadným pre jeho ďalší život.

Po nevydarenom obchode muselo prísť rýchlo rozhodnutie, ako ďalej. Či Iguchi tento obchod regulárne nahlási, alebo nie. Vzhľadom na jeho právomoci, bolo skutočne prakticky možné, aby sa o tomto zlyhaní nikto nedozvedel. A tak sa aj stalo. Po celý čas obchodovania si Iguchi robil zúčtovanie obchodov sám, keďže táto práca bola

každodenným chlebom jeho oddelenia. Nikto v banke sa nezaoberal problematikou, kto by sa mal starať o zúčtovanie obchodov robených na vlastný účet (z angl. proprietary trades) a v nikom sa nevzbudila ani štipka pochybnosti o tom, že vedúci oddelenia správy cenných papierov na jednej strane obchoduje a zároveň robí zúčtovanie pre svoje obchody. Jediná ťažkosť bola fyzické vyrovnanie obchodu, teda prevod 70 000 dolárov dílerovi tak, aby o tom nikto nevedel. Aj to bolo možné. Daiwa banka každý deň prijala a odoslala stovky platieb a kontrolu týchto pohybov podľa výpisov z New Yorských bánk, v ktorých mala pobočka účty voči interným účtovným knihám robil sám jeden zamestnanec. Každý deň vyskočilo niekoľko položiek, ktoré nesedeli a tie potom nahlásil manažmentu. Niektoré sa s oneskorením vyrovnali, no niektoré nie a ostali na zozname. Na rozdiel od bežných ľudí, ktorí by pri takejto záhadnej strate svojich peňazí začali pátrať po príčine, Daiwa banka to nerobila a položky po čase jednoducho odpisovala.

Iguchi teda zamietol tento obchod pod koberec v najlepšej viere, že v novom fiškálnom roku stratu vyrovná. Po mesiaci bol však vo výsledku na nule. Postupne si začal uvedomovať, že keď tieto obchody regulárne nezaznamenáva, nemusí sa držať len obchodovania FRN dlhopisov s veľmi nízkou volatilitou, ale môže obchodovať aj iné nástroje, napríklad lákavé štátne obligácie T-Bonds. Tie pri jeho autorizovanom objeme (10 miliónov = 10 kontraktov) vykazovali denne pohyby až o 200 000 dolárov. Týmto spôsobom chcel stratu vyrovnať jedným obchodom. T-Bonds už 2 roky sledoval popritom, čo vykonával nákupy tzv. Yankee Bonds (zahraničné obligácie denominované v dolároch) pre manažéra penzijných fondov. Avšak na to, aby ich začal obchodovať, potreboval presvedčiť dílerov, že je na to oprávnený. Kontaktoval toho, u ktorého vykonával aj obchody s Yankee Bonds a jednoducho mu oznámil, že začína obchodovať aj T-Bonds. Tento díler zo spoločnosti PaineWebber bol nadšený a nič viac nepotreboval. Problémom ale bolo, že Iguchi nemal prístroj zobrazujúci ceny týchto dlhopisov v reálnom čase. V banke boli iba dva monitory s týmito cenami na iných oddeleniach, ktoré teda neboli možnosťou. Všetko komunikoval priamo cez telefón s dílerom. Prvý obchod s 10 miliónovou pozíciou dopadol zle a počas krátkej chvíle prehĺbil Iguchiho stratu o ďalších 112 000 dolárov. Na ďalší deň odoslal peniaze. Na tieto peňažné prevody nepotreboval schválenie, pretože mu bolo umožnené používať podpisovú pečiatku manažéra pobočky. Chýbajúce peniaze z účtovníctva ostali v zozname neobjasnených transakcií.

So stúpajúcim napätím a stratou sa Iguchi v polovici roku 1983 rozhodol zvýšiť svoju stávku z 10 na 20 kontraktov. Nasledujúci obchod ho stál ďalších 400 000 dolárov. Po tomto incidente bol takmer prezradený, lebo veľkosť straty upútala manažéra dilerskej firmy. Odhaleniu sa ale priam zázračne vyhol. O mesiac neskôr bol dokonca povýšený na asistenta viceprezidenta a bola mu udelená právomoc schvaľovať všetky peňažné prevody a zápisy do hlavných účtovných kníh. Tento ďalší dôležitý bod v kariére chcel využiť na to, aby sa skonsolidoval a prehodnotil svoj prístup. Pretože robil veľa obchodov, vždy keď nejaký neautorizovaný urobil, musel v konečnom dôsledku odoslať, alebo prijať peniaze za vyrovnanie s brokerom. Tento systém bol samozrejme riskantný, preto sa rozhodol začať využívať metódu tzv. „dollar roll“, kedy sa pozícia u dílera mohla držať dlhý čas otvorená bez potreby vyrovnania. Išlo vlastne o druh repo-pôžičky, ktorej zálohou boli v tomto prípade kupované štátne obligácie. Ďalším krokom, aby znížil podozrenie, bola žiadosť o povolenie obchodovania T-Bonds z japonskej centrály. Nakoniec ho dostal, s autorizáciou objemu 3 miliónov, podobne ako tomu bolo v dcérskej banke Daiwa Trust. Jeho obchodovanie vtedy rapídne vzrástlo. Začal obchodovať intra-denne a aj pôvodnej práce na oddelení bolo stále viac, preto potreboval ďalších asistentov. Odttedy ich mal šesť a oddelenie sa presťahovalo do väčších priestorov. S bežnými 3 miliónovými pozíciami sa mu pre banku darilo získať slušný zisk v rádoch desať tisícov dolárov. Pri svojej neautorizovanej pozícii sa snažil o dlhodobejší náhľad. Nadalej však nebol príliš úspešný, do konca roka prenášal pozíciu v objeme 100 miliónov dolárov a strata predstavovala až 2 milióny, zatiaľ však nemusel nič uhradiť.

Na jar nasledujúceho roku bol Iguchi opäť veľmi blízko k odhaleniu, keď New Jersey, kde býval, postihli silné záplavy práve v deň, keď sa jeho pozícia mala prerolovať a bez jeho inštrukcií by 5 zainteresovaných dílerov doručilo cenné papiere do banky a očakávali by protiplatbu, v tom čase už vo výške 150 miliónov. Do kancelárie sa Iguchi nedostal, ale podarilo sa mu telefonicky dílerov odprosiť o oddialenie vyrovnania o jeden deň. Aj keď im musela byť celá táto situácia podozrivá, všetci mu urobili túto láskavosť. Ďalším krokom bolo vymyslieť ako uhradiť 5,7 milióna dolárov, strata už bola príliš veľká a bolo potrebné doplniť kolaterál pozície. Táto veľká čiastka by vzbudila podozrenie, preto s iným dílerom dohodol predaj tzv. T-Notes (z angl. U. S. Treasury Notes), štátnych pokladničných poukázok so splatnosťou do 10 rokov, ktoré banka držala svojim klientom. Predal ich toľko, aby svoju stratu pokryl. Spoliehal sa na to, že kým nebudú chcieť klienti všetky T-Notes naraz predáť, nebudú nikomu chýbať. V tomto

období významný klient nakúpil niekoľko desiatok miliónov týchto cenných papierov a preto o ne oddelenie nemalo núdzu. Našiel aj spôsob ako sa vyhnúť interným kontrolám, keďže banka nemala vlastných audítorov, každý mesiac sa rôzne oddelenia kontrolovali medzi sebou navzájom. Na oddelení správy cenných papierov sa kontrolovali najmä stavy cenných papierov v trezoroch ako aj stavy listín držaných v iných inštitúciách. Pobočka Daiwa banky nebola členom FEDu a nemala tak všetky oprávnenia. Nemohla fyzicky držať americké T-Bonds and T-Notes a využívala spoločnosť Bankers Trust Company (skr. BTC), aby tieto cenné papiere držala pre nich. Každý mesiac tak dostali výkaz o množstve držaných cenných papierov. Iguchi po neautorizovanom predaji časti T-Notes musel pristúpiť k sfaľšovaniu tohto dokumentu, čo nebolo ťažké, lebo výpisy boli stále robené len ručne. Od tohto momentu to bolo jeho pravidelnou rutinou.

Počas roku 1984 nabalená strata, ktorú stále tajil a prenášal prekročila 20 miliónov dolárov. V tomto čase začala inšpekcia New Yorkských pobočiek japonských bánk iniciovaná Národnou bankou Japonska, pretože sa šírili klebety o neautorizovaných stratách v pobočke banky Fuji. Neskôr sa potvrdilo, že obchodník vo Fuji banke naozaj stratil takmer 150 miliónov neautorizovaným obchodovaním, no do pobočky Daiwa banky žiadni audítori na Iguchiho šťastie nezavítali. Koncom roka však audítorský tím vyslala do všetkých pobočiek materská Daiwa banka. Nešlo ale o kariérnych audítorov, a kontrolovať mali podľa manuálu, ktorý 10 rokov nikto neaktualizoval a pri zámorskej pobočke vôbec nekorešpondoval s činnosťami pobočky. Audítori tak nemali príliš predstavu ani len o funkcii Iguchiho oddelenia. Ten sa im zbytočne nezdôveroval s informáciami ako bolo obchodovanie T-Bonds a tak nakoniec dostalo oddelenie správy cenných papierov hodnotenie excelentné bez štipky podozrenia.

4.1.2. Veľká stávka

Začiatkom roku 1986, napriek Iguchiho protestom došlo k celkovej digitalizácii oddelenia, vzhľadom na množstvo práce a technický pokrok. Dve najkritickejšie činnosti sa však stále vykonávali ručne. Mesačný výkaz o stave cenných papierov držaných v BTC, a bilancovanie kontrolnej knihy peňažných pohybov v Daiwa banke. Oddelenie správy cenných papierov generovalo takmer 60% peňažných prevodov pobočky, príslušný

pracovník bol zavalený množstvom nekorešpondujúcich položiek a Iguchi mu občas pomáhal tento chaos „vyčistiť“. Rovnako preňho nebol problém upravovať mesačné výkazy o stave T-Notes o desiatky miliónov.

Ekonomická situácia zažívala v tomto období svoj boom. Ceny akcií stúpali, japonské banky plné nasporených peňazí ráтали nezrealizované zisky z akcií a ich investori len stále viac nakupovali americké akcie. Pobočka rástla a prišla nutnosť presťahovať sa do väčších priestorov, ideálne spolu s dcérskou bankou Daiwa Trust. Pobočka si zadala požiadavku na MOF a získala povolenie. Iguchi prudko protestoval, že podľa obchodných pravidiel musia byť umiestnený v centre na to, aby im mohli byť fyzicky doručované cenné papiere. Tento silný argument prinútil banku požiadať MOF o výnimku na zriadenie detašovaného oddelenia, ktorá jej bola udelená. MOF si ale určilo podmienky, že toto pracovisko nebude vykonávať žiadne funkcie bežnej pobočky, ako financovanie, nákup a predaj aktív, pôžičky či peňažné prevody. Iguchi potreboval pre krytie straty dohľad aj nad obchodovaním aj nad oddelením správy cenných papierov. Preto argumentoval, že sa rozhodne nemieni vzdať obchodovania, no jeho pôvodné oddelenie bez jeho prítomnosti nemôže fungovať a bolo to naozaj tak. Jednému človeku bolo pridelených niekoľko významných funkcií bez toho, aby sa v pobočke vychoval akýkoľvek náhradník, schopný viesť pôvodné oddelenie.

New Yorkská pobočka sa preto dopustila hrubého porušenia podmienok, keď nakoniec povolila Iguchimu vykonávať obchodovanie T-Bonds na tomto staronovom detašovanom pracovisku. Oddelenie správy cenných papierov v tejto dobe spravovalo aktíva v hodnote viac než 3 miliardy dolárov (oproti 20 miliónom keď Iguchi nastupoval). Nové pracovisko hostilo troch japonských úradníkov, Iguchiho, jeho nadriadeného pána Masudu, pána Arakiho a spolu im podliehalo 11 lokálnych zamestnancov. Väčšina japonských bánk netušila o tomto detašovanom pracovisku, ktoré generovalo 40% zisku pobočky. Paradoxom ostáva, že naopak mnoho dílerov z Wall Street vedelo o japonskom obchodníkovi pôsobiacom v tejto nenápadnej kancelárii, ktorý denne zobchodoval štátne obligácie v objeme stoviek miliónov. V týchto časoch tomu však nikto neprikladal dostatočnú pozornosť. Nálada na trhoch bola euforická a keďže išlo o japonskú banku, žiadny díler nespochybnil Iguchiho autorizačné práva. Jeho neautorizovaná pozícia mala už veľkosť 300 miliónov a pri silnom pohybe by dokázala vygenerovať zisk, alebo stratu väčšiu než ročný hrubý zisk celej pobočky, vtedy na úrovni približne 27 miliónov. Aby toho nebolo málo, po pár mesiacoch porušilo vedenie pobočky pravidlá znova, keď autorizovalo toto detašované pracovisko aj na výkon peňažných príkazov, pretože

obrovský počet transakcií nestíhali na peňažnom oddelení v presťahovanej banke spracovávať. Z detašovaného pracoviska sa tak vlastne stala plne funkčná, samostatná banková inštitúcia, ktorej sa oddelil aj účet v BTC a robila si kontrolu účtov sama. Iguchi mohol voľne obchodovať s takmer akýmkoľvek objemom cenných papierov, získať hotovosť teoreticky až do výšky spravovaných aktív a slobodne poslať peniaze kamkoľvek by chcel. V postate mal možnosť položiť jednu z najsilnejších bánk na svete na kolená a nikto vnútri ani zvonku tejto inštitúcie v tom nevidel žiadny problém.

Toto detašované pracovisko sa stalo obrovským slepým miestom pre všetky kontroly a audity. Japonská centrála a aj bankové oddelenie štátu New York vykonávali pravidelne audity bánk, vždy však zamerali svoju pozornosť na hlavnú pobočku banky a pri zmienke o existencii malého detašovaného oddelenia v centre mesta sa väčšinou ani neunúvali ju navštíviť.

Situácia na medzinárodnom trhu vyhnala silu dolára veľmi vysoko, čo začalo byť pre USA nevýhodné. Americké tovary sa stávali drahými a export krajiny trpel. Od začiatku 80tych rokov vládla v krajine recesia a záporná obchodná bilancia. Veľké nadnárodné koncerny už nejaký čas lobovali v kongrese, aby sa tento vývoj zarazil. Ich snaha vyvrcholila v roku 1985 do medzinárodnej dohody tzv. Plaza Accord, ktorá naplánovala riadenú devalváciu amerického dolára voči japonskému yenu a nemeckej marke s účasťou USA, Japonska, západného Nemecka, Francúzska a Veľkej Británie. Následkom bola devalvácia voči yenu o 51% do roku 1987. Táto prudká zmena prebehla verejne, pomocou dopredu pripravených koordinovaných opatrení, ktoré v najväčšej miere vykonali centrálné banky monetárnymi zásahmi. Nespôsobila tak paniku a finančnú krízu. Dôsledky pre japonských investorov boli pokles hodnoty ich amerických aktív o rovnaké percento a aj o zníženie prílevu ziskov z USA. Naďalej však investície alokovali do amerických aktív, pretože ďalšie znižovanie hodnoty dolára nebolo v ich záujme. Po dosiahnutí cieľov dohody však dolár ďalej oslaboval a Národná banka Japonska sa snažila zasiahnuť. Skupovala doláre, aby posilnila ich hodnotu a pritom zaplavila domáci trh likviditou, čo sprvu podporilo japonskú ekonomiku. Ako uvádza Colombo (2012), spolu s dlhoročným systémom krízového vlastníctva akcií medzi japonskými bankami a veľkými spoločnosťami navzájom, to v konečnom dôsledku viedlo k prudkému rastu cien nehnuteľností, domácich akcií a spôsobilo obrovskú bublinu celej ekonomiky.

Začiatkom roku 1987 sa Iguchi rozhodol svoj problém vyriešiť raz a navždy. Jeho strata bola viac než 80 miliónov a získavanie „drobných“ v podobe niekoľkých miliónov

tu a tam nemalo veľký efekt. Rozhodol sa otvoriť dlhú pozíciu na 1000 T-Bonds, v hodnote 1 miliardy dolárov. Oslovil 8 dilerov a u každého otvoril pozíciu v hodnote 125 miliónov. Stačil pohyb ceny nahor o 8 bodov a všetko by mohol hodiť za hlavu. Všetkým dilerom muselo byť jasné, že nejde o bežný obchod a to aj v prípade, že by díleri o pozíciách vzájomne nevedeli, pretože kapitalizácia pobočky nebola príliš vysoká. Nikto však opäť nevzbudil podozrenie, keďže išlo o japonskú banku. Počas jari sa ale ceny štátnych obligácií nevyvíjali dobre, stagnovali, nereagovali dobre na pozitívne správy, všetko nasvedčovalo tomu, že trh je nimi nasýtený. Kým ceny amerických akcií nepretržite stúpali, dlhopisový trh sa začal prepadať. Počas niekoľkých týždňov sa pozícia prepádala do straty a keď sa už Iguchi prinútil pozíciu uzavrieť, stálo ho to 100 miliónov dolárov. Neskôr v očakávaní obratu vývoja otvoril 500 miliónovú pozíciu chvíľu pre čiernym pondelkom (28. 10. 1987). Akcie sa výrazne prepadli o niekoľko desiatok percent, T-Bonds na chvíľu prudko vzrástli a Iguchimu sa podarilo zarobiť aspoň 45 miliónov.

Graf č. 8: Časová os krycích mechanizmov



Zdroj: vlastné spracovanie

Po čiernom pondelku bol vymenovaný nový generálny manažér pre medzinárodné operácie v Daiwa banke, Kenji Yasui. Pricestoval do New Yorku, kde mal vyriešiť fámy o neautorizovanom obchodovaní v dcérskej banke Daiwa Trust. Návštevu venoval aj Iguchimu a priškrtil jeho obchodné aktivity. Začal zaúčať dvoch podriadených obchodníkov, boli to pán Araki, ktorí už pracoval na oddelení a pán Yagi, ktorého si Iguchi nechal poslať až z centrály z Japonska.

Pod tlakom nového vedenia sa snažil nájsť spôsob, ako uniknúť so svojím obchodovaním z banky von. Rozhodol sa využiť výhody futures kontraktov, na ktorých

obchodovanie mu stačil iba 5% kolaterálny účet. Pretože však bol Iguchi priamy obchodník banky, bolo preňho nemožné otvoriť si účet u brokera. Po známosti teda našiel malého brokera v Chicagu a otvoril účet na meno svojho otca, pričom brokera upozornil, že otec je bohatý a účet môže byť veľmi veľký. Požiadal brokera o láskavosť a keďže táto situácia hrala brokerovi v prospech, bolo Iguchimu umožnené tajne obchodovať tento účet len s prísľubom, že obchodujúca osoba nie je on, ale jeho otec. Na účet presunul 520 000 dolárov, ktoré potreboval na 10 miliónovú pozíciu T-Bonds. Pri takej veľkej pozícii neostával priestor na chybu. Iguchi preto pochopiteľne o celý účet prišiel a do roka ho uzavrel. Medzitým pán Yasui najal dvoch interných audítorov a oddelil funkcie obchodovania od zúčtovania jednotlivých obchodov, ktorú presunul do hlavnej pobočky. Aby Iguchi predišiel odhaleniu, rozdelil spolupracujúcich dilerov na 2 skupiny. Cez jednu skupinu obchodoval len oficiálne pre banku a všetky kontakty dal presťahovanému oddeleniu. S druhou skupinou robil neautorizované obchody a zúčtovanie si robil ako doposiaľ. Dôležitému brokerovi Cantor, ktorého bola Daiwa banka najväčším klientom sa Iguchi zdôveril s novými obmedzeniami (pretože ich zaradil do prvej skupiny) a spolu dohodli neetickú až ilegálnu obchádzku, keď pomocou fiktívnych obchodov vedeli u brokera „zmazať“ prebytočné obchody a poselať na konci dňa „vyčistený“ zoznam transakcií do hlavnej pobočky. Možné to bolo vďaka objemu zisku, ktorý táto doterajšia lukratívna spolupráca generovala.

Na oddelení správy cenných papierov zatiaľ Aragi obchodoval T-Bondy a Yagi ich futures kontrakty. Objem autorizácie bol upravený na 50 miliónov z každého, teda spolu bola povolená maximálne 100 miliónová pozícia. Toto zvýšenie bolo vyjednané pod podmienkou, že strata bude obmedzená na úroveň 1 milióna čistej straty (tzv. stop-loss opatrenie). Vzhľadom na volatilitu týchto obligácií bola takáto nízka hranica úplne neadekvátne a takmer ihneď sa ju obom obchodníkom poradilo prekročiť. Malo to znamenať zastavenie obchodovania na fiškálny rok, ale Iguchi ich nechal pokračovať v snahe stratu vyrovnať. Do apríla roku 1989 však strata dosiahla 3 milióny a rýchlo rástla. Pretože už išlo o veľké objemy, Iguchi ich nemohol kryť a tak sa aj oni namočili do neautorizovaného obchodovania. Odteraz pracovali ako skupina, aby dohnali „spoločnú“ stratu (mimo viac ako 250 miliónovej Iguchiho straty, o ktorej nevedeli). Opäť riskovali väčšie pozície, aby rýchlejšie vyrovnali stratu. Trh sa ale vyvíjal presne opačne a oni sa prepadávali do straty. Pretože stále verili v obrat, do stratovej pozície pri každom náraste ešte prilievali a onedlho vliekli ďalšiu obriu pozíciu v objeme 800 miliónov

dolárov. Strata dosiahla 20 miliónov. Do júna mala pozícia objem 2 miliardy a strata vyše 120 miliónov. Repo-pozíciu poskytovalo zhruba 10 dílerov a každému muselo byť opäť jasné, že takýto objem pozície „na krátko“ pri štátnych obligáciách nie je normálny. No vďaka ekonomickému boomu si japonské banky mohli dovoliť takmer čokoľvek. Celá Daiwa banka generovala niekoľko sto miliónov zisku ročne, z toho Iguchiho oddelenie zhruba 10 miliónov na poplatkoch a 3 milióny z obchodovania. Banka však držala viac než 13 miliárd nerealizovaných ziskov v japonských akciách. Topila sa v úspechu a postupne povoľovala svoje štandardy. Najmä poskytovala mnoho menej kvalitných hypotekárnych pôžičiek.

Po problémoch amerických bánk z investície najmä do mexického dlhu sa začiatkom 80tych rokov pritlačilo na sprísnenie ich kapitálovej primeranosti (8%), čo ich oslabovalo voči už tak rozmáhajúcim sa japonským bankám iba s 3%. V roku 1987 tak z top 10 svetových bánk bolo 9 práve japonských. Iniciatíva bola medzinárodná, MOF ale požadovalo, aby sa do kapitálovej základne bánk rátal aj nerealizovaný zisk v akciách, čo bolo nakoniec odsúhlasené vo výške 45%. MOF bolo presvedčené, že dlhšie obdobie k poklesu akcií pre ich nedostatok nedôjde. Toto čisto metodické opatrenie zároveň znamenalo, že každý rast cien domácich akcií umožnil zvýšiť kapacitu pôžičiek a tie zase podporili ďalší rast akcií. Tento kolobeh začal vynášať japonské „virtuálne“ bohatstvo do nebies.

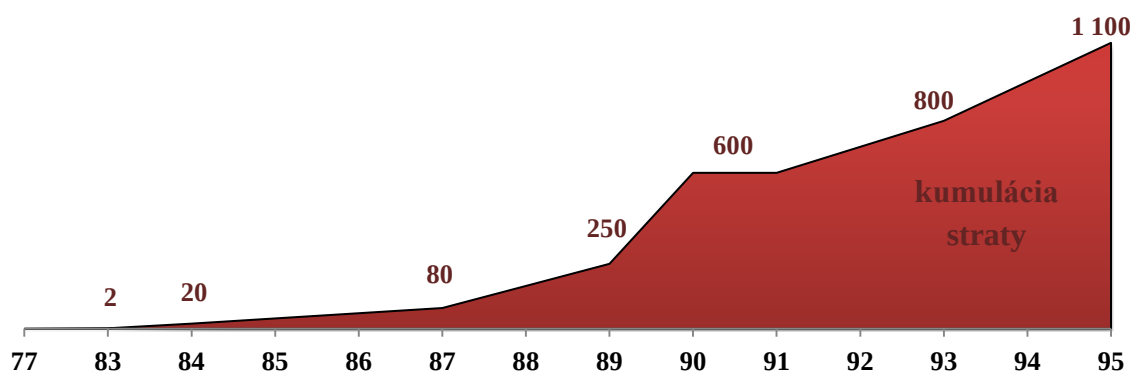
Traja obchodníci pod tlakom chceli čo najskôr klamstvo ukončiť. Ďalším objemným predajom chceli pohnúť trhom smerom nadol, aby mohli rýchlo obligácie kúpiť späť so ziskom. Predali postupne ďalšiu miliardu a na objeme 3 miliárd dosiahli maximálny limit ich pozície. Trh však reagoval presne opačne, akoby o ich snahe niekto vedel a snažil sa túto situáciu využiť. Nakoniec kvôli začínajúcemu auditu museli rýchlo nakúpiť celé 3 miliardy T-Bonds späť, čím vyhnali ceny ešte vyššie a ich celková strata dosiahla 350 miliónov. Všetky obchody stihli včas vyrovnať a na oddelení zahladať stopy. Audit sa zúčastnil aj zástupca amerického FEDu, čo bola nová hrozba, pretože FED priamo operoval na trhu štátnych obligácií, ktorými kontroloval množstvo peňazí v obehu. Teoreticky tak mohol vedieť o tom, aké objemné transakcie pobočka na trhu robí. Na veľké prekvapenie sa však ukázal len prvé dva dni a nikto nenašiel žiadne chyby. Oddelenie tak prežilo audit interný, štátny a aj FEDu, čo znamenalo, že pochybnosti a podozrenia na čas opäť zmizli.

4.1.3. Priznanie

Iguchi, ktorý už na svojich ramenách niesol stratu 600 miliónov sa pre ekonomický vývoj rozhodol vyčkávať ďalej. Od roku 1989 sa ale často vykonávali najrôznejšie audity pobočky Daiwa banky, japonskými aj americkými kontrolórmí. Fámy o obrovskom objeme obligácií a prípadnom neautorizovanom obchodovaní sa z anonymných zdrojov dostávali k inštitúciám dohľadu nad trhom. V roku 1990 Iguchiho zaskočili počas interného auditu z centrálky požiadavkou na výpis cenných papierov z BTC z predošlého dňa. Stále totiž falšoval mesačné výpisy už takmer 7 rokov. Keďže vypracovanie výpisu trvalo bežne 3 dni a jeho následné falšovanie 2 ďalšie, bol zahnaný do kúta. Audítori si mohli podať aj oficiálnu žiadosť a rýchlo by tak z originálneho výpisu zistili, že stovky miliónov dolárov cenných papierov chýbajú. Iguchi preto zavolať a požiadal úradníčku BTC o expresnú bilanciu takmer 500 rôznych emisií cenných papierov, ktoré pobočka držala. Po tom čo odmietla túto absurdnú požiadavku splniť sa dohodli, že Iguchimu pošle výpisy a on si bilanciu spíše sám. Na druhý deň dokázal audítorom ukázať falošnú bilanciu cenných papierov a jeho obrovská strata opäť unikla pozornosti.

Slabým miestom Iguchiho krytia bolo, že štátne pokladničné poukážky T-Notes, ktoré banka držala pre klienta, generovali štvrťročne vyplácané úroky. Pretože ich však v skutočnosti banka nemala, Iguchi musel zakaždým predáť ďalšie cenné papiere, aby získal hotovosť na výplatu úrokov klientom. Každým rokom sa tak jeho strata prehĺbila o približne 50 miliónov aj bez obchodovania. V roku 1991 sa vyskytol ďalší problém, keď sa majiteľ T-Notes rozhodol vytvoriť vlastné oddelenie správy a presunúť tak všetky poukážky (1,3 miliardy) z banky. Idea, ktorá túto situáciu vyriešila bola presvedčiť manažment banky o nákupe vlastných T-Notes. Iguchi sa túto informáciu dozvedel včas vopred a požiadal centrálu o schválenie 600 miliónového nákupu, kde argumentoval najmä výnosom v posledných rokoch. Keďže manažérom pre medzinárodné operácie bol Kenji Yasui, ktorý Iguchiho dobre poznal, tento nákup mu povolil. Opäť však pod podmienkou predaja celého objemu v prípade dosiahnutia neadekvátne nízkej čistej straty 2 miliónov. Ako náhle sa trh prepadol do straty, aby nemusel zlikvidovať tieto cenné papiere, ktorými kryl svoje tajomstvo, prelieval nadbytočnú stratu do svojej naakumulovanej straty. Medzičasom boli jeho podriadení obchodníci Araki a Yagi stiahnutí späť do Japonska na iné pozície a Iguchi ostal opäť sám.

Graf č. 9: Časová os nárastu straty (v miliónoch \$)



Zdroj: vlastné spracovanie

Pretože rokom 1991 ešte otriasla účasť New Yorkskej pobočky Bank of Credit and Commerce International vo veľkej schéme prania špinavých peňazí, pripravil FED dôkladné audity pre pobočky zahraničných bánk. Koncom roka 1992 navštívili audítori aj pobočku Daiwa banky. Predtým, v lete 1992 bolo oddelenie správy cenných papierov presťahované do svetového finančného centra, kde si zriadilo výstavnú obchodnícku miestnosť. Keďže oficiálne ale bolo detašované pracovisko výhradne na správu cenných papierov, pred príchodom audítorov svoju obchodovaciu miestnosť zaplnili škatuľami a rôznym inventárom, aby pôsobila ako nepoužívaný priestor. Obchodníkov presunuli do centrál pobočky, kde pre nich mali vždy pripravené rezervné miesta. Audítor, ktorý prišiel na kontrolu priamo na oddelenie sa však nezdržal pravdepodobne viac než 15 minút. Iguchi aj celá pobočka sa tak vyhla ďalšiemu odhaleniu.

Po prasknutí špekulatívnej bubliny v japonskej ekonomike prišli celkovo japonské banky o zhruba 500 miliárd nerealizovaných ziskov z akcií, ale tiež trpeli veľké straty z množstva nekvalitných hypoték, ktoré poskytli. Hlásené straty boli vo výške zhruba 50 miliárd, no nezávislé odhady hovorili až o 10-násobnom objeme. FED preto japonským bankám neveril a keď nemohol kontrolovať priamo centrálne, snažil sa aspoň čo najviac preverovať ich americké pobočky. V tejto dobe sa už bežne obchodovali aj rôzne deriváty a banky fungovali pomerne samostatne, takže jednotlivé zlyhania mohli spôsobiť vážne dôsledky pre medzinárodný finančný trh. Koncom roku 1993 sa kvôli komunikačným zlyháním na svetlo dostal fakt, že Daiwa banka vykonávala obchodné operácie na detašovanom pracovisku a počas auditov len presúvala obchodníkov do centrál pobočky. Interne chcela banka túto skutočnosť ďalej tajiť kvôli MOF. Právne inštitúcie ale písomne odporučili Daiwa banke tento fakt audítorom FEDu priznať a podľa

aktuálneho bankového zákona museli túto inštrukciu poslúchnuť. FED vzal tento prečin s plnou serióznosťou ako zavádzanie a porušenie štátnych bankových pravidiel obchodovania na neautorizovanom pracovisku. Audítori vykonali aj kontrolu oddelenia a činností obchodovania s T-Bonds. Nenašli však nič nezvyčajné. Paradoxom bolo, že samotná už takmer 800 miliónová Iguchiho strata bola vo svojej podstate priamo pod nosom FEDu, pretože štátne cenné papiere Daiwa banky boli držané na účte BTC práve vo Federálnej rezervnej banke štátu New York. Začiatkom 1994 FED verejne vyhlásil porušenie zákona pobočky Daiwa banky v súvislosti s obchodovaním na detašovanom pracovisku, zatiaľ bez určenia trestu. MOF na to zareagovalo s niekoľkomesačným oneskorením. Poslalo do pobočky ďalší audit, ktorý mal všetko preveriť. Ukázalo sa však, že audítori strávili v pobočke banky iba jeden deň a potom cestovali po USA. Nakoniec FED zverejnil značne mierne stanovisko, a iba požiadal banku, aby sa situácia už neopakovala.

Koncom roka 1994 boli v pláne ďalšie audity a situácia na trhu sa menila. Krátkodobé úrokové miery začali po dlhom čase opäť rásť a Iguchi musel kryť stratu, ktorú to znamenalo u T-Notes v držbe pobočky. Veľké pohyby na trhu začali vynášať na povrch skryté problémy a viacero inštitúcií zavrelo svoje brány aj pre škandály s neautorizovaným obchodovaním. V Japonsku sa už od prasknutia bubliny v roku 1990 množili finančné škandály, napríklad najväčšia spoločnosť spravujúca akcie Nomura Securities, vytvárala fiktívne obchody na krytie dosiahnutých strát a manipulovaním cien akcií obohacovala japonskú mafiu. Ďalším príkladom je pôžička vyše 2 miliárd majiteľovi reštaurácie od Industrial Bank of Japan krytá falošnými depozitnými certifikátmi.

Len počas roku 1995 v Japonsku skrachovalo viacero významných bánk. Sila dolára neustále oslabovala na historické minimá a Iguchi sa obával otočenia trendu. Čím bol dolár slabší, tým bola jeho strata v prepočte na japonské yeny nižšia. V podstate už niekoľko rokov napriek jej akumulácii bola v prepočte na JPY pomerne stála. Japonsko navyše zasiahlo silné zemetrasenie, ktoré otriaslo aj hodnotou akcií. Onedlho na to vyšiel na povrch svetový škandál obchodníka Nicka Leesona, ktorý v singapurskej pobočke anglickej banky vykonával neautorizované obchody práve s japonským indexom. Na základe tohto vývoja bolo 21. júla 1995 top manažmentu Daiwa banky v Japonsku doručené 30-stranové priznanie, v ktorom Toshihide Iguchi opísal svoje dlhoročné tajomstvo, stratu vo výške zhruba 1,1 miliardy dolárov, dôvody a dôsledky svojho konania. Navrhol tiež spôsob ako by banka túto situáciu mohla vyriešiť bez medzinárodného

škandálu. Kontaktovala ho skupina nadriadených s cieľom tento problém potichu vyriešiť a ubezpečovali ho, že je to v poriadku. Iguchi dostal príkazy ďalej v činnosti pokračovať, kým sa priznanie neoverí a sám pomáhal s overovaním jednotlivých neautorizovaných transakcií, ktorých za celé obdobie vykonal viac než 30 000. Celá udalosť však bola 8. augusta bez jeho vedomia nahlásená japonskému MOF a 21. septembra americkému FEDu. Koncom septembra bol prekvapený Toshihide Iguchi zatknutý FBI. Po udaní vlastnou bankou mu neostalo iné, ako spolupracovať s vyšetrovateľmi a poukázať na iné zámerné porušenia a podvody, ktorých sa pobočka a dcérska banka dopustila a kryla pred úradmi dohľadu nad trhom. Na tomto základe bolo americkými autoritami 2. novembra nariadené ukončenie činnosti banky v USA do februára ďalšieho roku. Voči banke bolo vznesených 24 obvinení a 28. februára 1996 bola súdom stanovená povinnosť uhradiť pokutu vo výške 340 miliónov dolárov. Toshihide Iguchi bol v roku 1997 odsúdený na 4 roky väzenia, no po dvoch rokoch bol prepustený s podmienkou. Daiwa banka ako taká stratila po zatvorení americkej pobočky medzinárodný vplyv. Nebola schopná udržať potrebnú kapitálovú primeranosť, bola zachránená japonskou vládou a zmenila svoj názov na Resona Bank. V októbri 2000 bolo vznesené ďalšie obvinenie voči vtedajším členom top manažmentu za spôsobenie škody viac ako 1,4 miliardy banke. Súd v Osake rozhodol o uložení pokuty vo výške 875 miliónov v prospech veriteľov, no o rok neskôr došlo k mimosúdnemu vyrovnaniu vo výške 2,5 milióna dolárov, čo predstavovalo spoločnú ročnú mzdu týchto manažérov. Neskôr, v roku 2003 boli v Resona Bank odhalené účtovné podvody s cieľom navýšiť kapitál o neexistujúce aktíva. V súčasnosti banka stále funguje v skupine bánk Resona Holdings.

4.2. Odchýlky od racionality

Pri opise a analýze udalostí v predošlej kapitole sme sa snažili abstrahovať od prítomných prejavov odchýlok od racionality v konaní Toshihide Iguchiho. Situácia je príliš komplexná a zložitá, aby sme mohli izolovať či merať jednotlivé odchýlky, pretože zväčša sa objavujú spoločne v rôznych formách. V správaní a konaní tohto neautorizovaného obchodníka však môžeme pozorovať manifestáciu všetkých odchýlok, ktoré sme predstavili v prvej časti tejto práce. V nasledujúcich riadkoch sme priblížili niektoré situácie a popísali správanie, v ktorých sa prejavili rôzne odchýlky od racionality.

4.2.1. *Emócie*

Iguchi počas celého obdobia 12-tich rokov prežíval veľmi ťažké obdobie. Trpel silnými depresiami a bol úplne psychicky vyprahnutý. Vždy veľa pracoval, no čím viac bol nútený kryť svoju stratu, tým viac času trávil v práci, aby mal všetko pod dohľadom a vôbec stíhal všetky opatrenia vykonať. Pribudlo mu mnoho nových pracovných povinností, vrátane zúčtovania neautorizovaných obchodov či falšovania výpisov, ktoré mohol vykonávať až po tom ako všetci ostatní odišli domov. Práca mu pohltila život a so svojou mladou rodinou, na ktorej mu tak záležalo sa takmer nevidel. Zožierali ho výčitky a obrovské bremeno rastúcej straty Iguchi ťahal ako väzenskú guľu všade so sebou. Aj keď bol presvedčený, že ako dobrý manžel to všetko robí pre záchranu svojej rodiny, kvôli jeho citovému chladu a zlému psychickému stavu ho manželka aj so synmi už v roku 1985, teda 2 roky po prvotnej strate opustili. V tomto období nemal ďaleko k samovražde, no nakoniec sa myšlienky vzdal a pokračoval v snahe napraviť svoje zlyhanie. Iguchi sa zameriaval na stratu natoľko, že mu prestalo záležať na tom, aby sa snažil vykonávať dobrú prácu. V mysli sa zaoberal len tým, ako napraviť stratu. Trápili ho otázky, aký to má celé zmysel. Uvedomoval si, že vlastne jediné po čom túžil bolo udržať si svoju prácu a zároveň možnosť opustiť banku bez akejkoľvek stigmy, odísť s čistým štítom.

Príčinou, prečo sa Iguchimu nedarilo dlhodobo stratu vyrovnať bola z nášho pohľadu kombinácia emočných odchýlok. Významne a často sa uňho prejavoval nedostatok sebakontroly. Pretože s každým ďalším dňom mohlo prísť k jeho odhaleniu a psychický tlak bol veľmi silný, Iguchi sa samozrejme snažil získať stratu čo najrýchlejšie naspäť. Ale miesto toho, aby ako predtým vyčkával na dobrú obchodnú príležitosť, snažil sa za každú cenu využiť pohyby trhu, čím skôr. Rozhodnutie tajne obchodovať T-Bonds, len pre ich výrazne lepší ziskový potenciál oproti FRN napriek tomu, že nemal možnosť sledovať ich vývoj bolo veľmi unáhlené. Víťazilo nutkanie stratu jednoducho vyrovnať pomocou jedného obchodu, miesto konzistentného ziskového obchodovania. Aj jeho prvý obchod vo väčšom ako autorizovanom objeme uzavrel nedbalo cez telefón počas dôležitej porady, kedy nemal možnosť kontrolovať ceny, ani rýchlo reagovať. Vtedy svoju ešte pomerne nízku stratu zdvojnásobil. Tieto unáhlené kroky výrazne znižovali jeho úspešnosť a spôsobovali hlbšie prepádanie do straty, ktoré následne zvyšovalo tlak na ešte

riskantnejšie obchodovanie. Bol to smrteľný kolobeh. Keď bola strata väčšia, trpezlivosť dochádzala a Iguchi podstupoval tie isté stratové obchody s čoraz väčšími objemami, až na hranu únosnosti, s nádejou, že stratu vyrovná skôr. Objemy pozícií začali na 10 miliónoch a skončili až pri 3 miliardách. Po tejto obrejšej pozícií, na ktorej sa s Iguchim podielali dvaja zverenci Araki a Yagi, padol od jedného z nich návrh vyriešiť všetko vstupom do pozície v šialenej výške až 5 miliárd, ktorú našťastie nakoniec nezrealizovali.

Po úvodnej snahe, prehodnotil neskôr Iguchi svoju situáciu a rozhodol sa zvoliť dlhodobejší pohľad na trh. Prešiel z rýchlych intradenných obchodov na väčšie objemy, v ktorých čakal výraznejšie pohyby z dlhšej perspektívy. Väčšinou však vsádzal proti trendu, ktorého obrat dlho visel vo vzduchu. No trh sa nie a nie obrátiť v jeho prospech. Normálne by pri rôznych príznakoch, keď trh nereaguje správne pozíciu opustil a limitoval ďalšie straty. Avšak posadnutý vyrovnaním svojej straty ostával ako paralyzovaný, sledoval trh a ignoroval všetky svoje racionálne poznatky. Už od prvej kľúčovej straty 70 000 dolárov a následnej vlny neúspechu ho tlačili výčitky a obrovská neochota vyrovnáť sa s ďalšou stratou. Priznanie straty nebola preňho v tomto momente alternatíva, keďže potreboval predošlú stratu vyrovnáť. Táto odchýlka mala podľa nás významný dopad na výslednú kumulatívnu stratu, ktorú Iguchi priznal. V obrovských pozíciách totiž často pri pohybe do straty pozíciu ešte navyšoval v nádeji, že trh sa musí čoskoro vyvinúť, ako predpokladal. Naivne sledoval pohyby cien a vystupoval až v kritických okamihoch, keď už bola strata naozaj privysoká, alebo si uvedomil, že jeho obchodovanie je utrnuté z reťaze.

V jeho správaní môžeme nájsť aj prejavy odchýlky status quo. Vzhľadom na veľmi dlhé obdobie, ktoré takto neautorizovane operoval, mal Iguchi množstvo možností a situácií, kedy sa chcel už vzdať alebo potreboval rozhodnúť čo bude ďalej. Vzhľadom na svoje prvé, najťažšie rozhodnutie, ktoré ho na túto púť dostalo, bolo pokračovať v nej aj po rokoch jednoduchšie. Nešlo zakaždým o také isté vážne rozhodnutie, ako bolo to prvé, kľúčové. Krytie straty sa stalo rutinou, rovnako ako pokračovalo aj opakovanie tých istých chýb v samotnom obchodovaní.

Celú Iguchiho snahu vyrovnáť stratu prenasledovali obrovské výčitky a prejavy ľútosti. Jeho myseľ sa neustále zaoberala a trápila touto situáciou. Vyčítal si vlastné chyby v rozhodovaní, v obchodovaní, prejavoval ľútosť pri každej ďalšej strate. Bolo bežné, že po vypäťom stratovom obchode sa chodieval na toalety vyplakať. S pribúdajúcimi rokmi

paradoxne ľutoval aj svoje rozhodnutie v tajnosti stratu napraviť. Často premýšľal, aké jednoduché by bolo celú skutočnosť priznať s menšími dôsledkami už v minulosti. V tomto prejave správania ale silno rezonuje odchýlka spätného poznania. Pretože v momente, keď Iguchi robil tieto rozhodnutia na začiatku, javili sa mu dôsledky jeho aktuálneho konania naozaj veľmi vážne a ohrozujúce. Mohol prísť o prácu a sľubnú kariéru obchodníka už v zárodku kvôli jednému obchodu a zopár desiatkam tisíc dolárov. To mu za to nestálo a objektívne šance tento objem získať späť sa javili ako veľké. Samozrejme neskôr, pri strate v rádoch stoviek miliónov s ním už desiatky tisíc, ani milióny nezamávali a vyčítal si, že svoje neautorizované činnosti neukončil skôr.

Čo bolo veľmi zaujímavé, Iguchi od brokera zo spoločnosti First Boston zistil, že jeho úspešný kolega pán Yamada z dcérskej banky Daiwa Trust, ktorý v roku 1983 vykázal niekoľkomiliónový zisk z obchodovania T-Bonds (tiež len s autorizačným limitom 3 miliónov) prenáša podobnú repo-pozíciu vo výške 39 miliónov, čo bol dôkaz o neautorizovanom obchodovaní a pravdepodobne aj o rovnakom zakrývaní strát. Aj keď na jednej strane si uvedomoval, že v tomto začarovanom kruhu nie je osamotený, viac ním rezonoval strach z toho, ako sa takéto informácie medzi dílermi šírili. Používali na obchodovanie rovnakých dílerov a fakt že aj pán Yamada o Iguchiho neautorizovanom obchodovaní zrejme vie ho desil. V marci 1985 bol Yamada z banky prepustený do inej inštitúcie a Iguchi sa bál, že jeho tajomstvo bude odhalené, no pán Yamada mlčal. Neskôr sa Iguchi dozvedel podrobnosti o vyšetrovaní neautorizovaných obchodov a tie ešte podporili úroveň ľútosti, ktorú pociťoval. V rokoch 1982 a 1984 totiž boli potvrdené a interne ošetrované neautorizované straty v hodnote 250 miliónov. Aj Yamada bol v roku 1984 odhalený, prenášajúc 200 miliónovú pozíciu a 30 miliónovú stratu. Vediač o takýchto miernych dôsledkoch, bol by sa Iguchi dávno priznal, no pri aktuálnej strate zhruba 180 miliónov už to z jeho pohľadu nebolo možné.

Perlou na záver je fakt, že nadriadený pána Yamadu prevzali so súhlasom centrálneho riadenia jeho straty s účelom získať ju späť. Bohužiaľ, veci nešli ako si želali a tajná strata sa prehĺbila až na 100 miliónov. Vtedy sa centrála banky rozhodla, že tento pokus o nápravu bol chybou a v tichosti stratu previedla na schránkovú firmu na Kajmanách ostrovoch.

4.2.2. Rozum

Rovnako komplexný je charakter prejavu odchýlok nadmernej sebadôvery, optimizmu a nadväzujúco aj ilúzie kontroly v celej tejto situácii. Napriek dlhému neúspechu a depresii dokazoval Iguchi nadmernú sebadôveru a optimizmus presvedčením, že je schopný aj obrovskú stratu raz vyrovnať. Vstupoval do kritických, ohromne riskantných a aj podozrivých pozícií, ktoré mohli jeho konanie odhaliť, keby o tieto nezvyčajné aktivity niekto prejavil vážny záujem. Viackrát sa pokúšal spolu so svojimi zverencami cielene manipulovať trhom prostredníctvom veľmi objemných transakcií. Keď boli v pozícií o objeme 2 miliardy, chceli postupným predajom tretej miliardy rozhybať trh do svojho smeru, no ten aj veľký objem ustál a o to viac vystúpil vyššie. Donútení obchodníci z pozície museli vystúpiť, sami tým vyhnali cenu ešte ďalej na lokálne maximum. Podľa nášho výskumu išlo zrejme o najväčšiu jednorazovú stratu, ktorú utrhli. Ich snahy skončili neúspešne, pretože neboli pripravení na inú možnosť ako tú, s ktorou počítali. Boli príliš naivne presvedčení, že dokážu ovládať trh. Podobné prejavy sme našli aj v dobe, keď sa Iguchi pokúšal obchodovať na maržovom účte mimo banky. Keďže výška účtu bola tesná na obchodovanie daného objemu, jediná cesta ako udržať zmysel tohto účtu, bolo jeho postupné navrhovanie. Neostával priestor na chyby. Preto, keď sa trh nevyvíjal správne, Iguchi sa snažil ovplyvniť cenu na trhu neautorizovanými objemnými transakciami v rámci banky, aby jeho maržová pozícia neštrácala. Táto stratégia sa mu však nevyplatila a okrem vybielenia maržového účtu prehĺbil takto aj svoju stratu v banke.

Druhou stránkou veci je, že hnacím motorom v udržiavaní svojho tajomstva bol podľa nás pre Iguchiho aj fakt, že roky mu nikto nevedel na jeho aktivity prísť. Vedel ich pomerne spoľahlivo maskovať a aj keď sa stále vyskytovali nové komplikácie, vždy si priam zázračne našiel medzeru, ako problém ošetriť. Najväčšími skúškami boli audity rôznych inštitúcií bankového dohľadu, s ktorými sa po roku 1989 roztrhlo vrece. Vzhľadom na fakt, že ani tak sa nikomu nepodarilo na nič prísť, Iguchi získaval trochu nadľudský pocit. Ilúziu kontroly nad situáciou, že bude schopný svoju stratu kryť tak dlho ako bude treba. Treba zdôrazniť, že v niektorých situáciách mal jednoducho šťastie a nie len vlastnou šikovnosťou sa mu darilo tajomstvo držať v tajnosti. Druhým, podľa nás dôležitejším faktorom bola práve laxnosť ostatných účastníkov a systému ako takého.

Aj keď s každým nečakaným ohlásením auditu ho oblieh studený pot, v konečnom dôsledku sa vo svojej sieti ľží cítil čoraz bezpečnejšie.

Z ďalších odchýlok sme v správaní identifikovali mentálne účtovníctvo, ktoré sa prejavovalo v diametrálne odlišnom vnímaní oficiálneho a neoficiálneho obchodovania. Iguchi si všetko poctivo zaznamenával a musel sa v tomto aspekte sám utvrdzovať, keď cielene triedil všetko čo s jeho aktivitami súviselo na 2 kôpky. Vysvetľuje to aj pozoruhodný fakt, že aj počas celého obdobia, kedy sa potápal do obrovskej straty dokázal autorizovaným obchodovaním generovať banke slušný, primeraný zisk. Nedá sa teda povedať, že jeho obchodovanie bolo celkovo nanič. Iguchi bol celý čas vnímaný ako veľmi šikovný a zdatný obchodník a aj významný zisk, ktorý dosahoval, bol zrejme dôvodom, prečo viacerí jeho spolupracovníci a nadriadení prehliadali jeho nedostatky.

Taktiež sme vypožorovali, že v časoch optimizmu bol manažment banky ešte menej dôsledný ako obvykle, čo Iguchimu viackrát umožnilo vyhnúť sa odhaleniu. Počas celého obdobia sa odohralo niekoľko kľúčových momentov, kedy Iguchi argumentoval za, alebo proti určitým zmenám. Podľa nás sa mu vďaka framingu podarilo dosiahnuť stav, ktorý potreboval. Najprv to bol nákup a obchodovanie FRN dlhopisov, potom šlo o nákup vlastného portfólia T-Notes, ktoré presadzoval na základe príliš čerstvých, priveľmi pozitívnych údajov o výnosoch. Rovnako dokázal povýšiť dôležitosť jeho prítomnosti na oddelení správy cenných papierov, presvedčiť všetkých o neoddeliteľnosti týchto funkcií. Zabránil tomu, aby sa oddelenie presťahovalo so zvyškom pobočky a nakoniec ešte aj prinútil banku porušiť takmer všetky predpisy keď detašovanému pracovišku udelila rôzne bankové právomoci.

4.2.3. Kognitívna disonancia

Musíme pripomenúť, že sme vnímali kognitívnu disonanciu ako širšiu hybnú silu, ktorej prejavy sa často odrážajú aj v iných odchýlkach. Vyplýva z presvedčení jednotlivca a preto je kritická pre rozhodovanie, avšak nielen finančné. Psychologický vývoj obchodníka hrá v našom prípade významnú úlohu.

Prejavy kognitívnej disonancie sú v Iguchiho správaní jasne zreteľné počas celého trvania tohto incidentu. Samotné prvé rozhodnutie pri strate 70 000 dolárov je kľúčový moment, kedy sa začínajú vinúť viaceré vetvy disonancie na dlhé roky. Iguchi nechcel v práci stratiť tvár tesne pred koncom fiškálneho roka. Všetci ho vnímali veľmi pozitívne, mal dobre našliapnuté, nemohol si dovoliť priznať svoje zlyhanie, pretože by to pravdepodobne znamenalo koniec jeho obchodníckej kariéry. Ďalším dôsledkom by bolo sklamanie svojej rodiny, ktorej by tak nemohol poskytnúť lepší štandard. Preto sa rozhodol, napriek svojim vysokým morálnym štandardom prvotnú stratu zatajiť a neskôr ju napraviť. Rozhodnutím sa mu uľavilo, lebo nemusel čeliť dôsledkom a zodpovednosti za svoje konanie. Toto je prvá vetva jeho osobnej disonancie - udržať si pred všetkými okolo tvár, pracovné miesto a rodinu, napriek vážnemu zlyhaniu. Túto si podstatne znížil tým, že začal stratu kryť.

Druhá vetva disonancie má priamy súvis so stratou, pretože krytie tejto straty bolo neetické voči zamestnávateľovi. Iguchiho morálne ego veľmi trpelo tým, že sa musel znížiť k takýmto nečestným aktivitám, ktoré postupne zo situácie vyplývali. Nevedel si predstaviť, ako by sa v prípade odhalenia konfrontoval s otcom. Neskôr po dlhých rokoch klamstiev a s obrovskou stratou na krku, Iguchi sa dokonca trápil myšlienkami otcovej smrti, ktorá by ich oboch odbremenila od zdrvujúcej hanby, ako Iguchi svoje konanie vnímal. Išlo tiež o formu veľmi vnútornej osobnej disonancie, ktorá sa dala znížiť iba ukončením celej situácie, či už vyrovnaním straty, alebo priznaním a prijatím následkov. Práve toto podľa nás spôsobovalo Iguchimu neustále vnútorné trápenie, pred ktorým roky nebolo úniku. Manažér Kenji Yasui neskôr brával Iguchiho ako úspešného obchodníka do Japonska prezentovať svoje výsledky priamo top manažmentu. Miesto hrdosti sa však cítil ako zradca a pokrytec. V pohľade na samého seba sa stal presne takou osobou, ktorá sa mu najviac hnusila. Tento stav mu ale zlepšovalo presvedčenie, že jeho lži boli vždy pasívne a išlo mu len o ochranu svojho tajomstva, keď bol nútený sa konfrontovať a nikdy nikoho nechcel zámerne klamať, alebo ním manipulovať.

Tretia vetva osobnej disonancie je najpozoruhodnejšia a viaže sa na vzťah Iguchiho a jeho zamestnávateľa, Daiwa banky. Pretože Iguchi sa rozhodol zámerne tajiť informácie a neskôr škody, ktoré banke napáchal, cítil tlak zodpovednosti a ako zníženie tejto disonancie a čiastočné ospravedlnenie svojho konania robil všetko preto, aby v kritickom prípade, pri odhalení tajomstva, bol banke čo najviac nápomocný pri riešení situácie. Dôkazom tohto je napríklad Iguchiho podrobné zaznamenávanie jednotlivých

neautorizovaných obchodov a ochota poskytnúť ich v prípade odhalenia a následného riešenia. Ďalším silným dôkazom bolo, že od istého času mal Iguchi pripravené priznanie, ktoré pribežne aktualizoval. Plánoval ho využiť, prijať plnú zodpovednosť a poskytnúť banke súčinnosť. Aj počas auditov bol v prípade odhalenia pripravený danú osobu vziať bokom a ozrejmiť jej celú situáciu s tým, aby sa informácia nedostala ihneď na verejnosť, čím by banka mohla zbytočne utrpieť. Iguchi sa ani pri miliardovej strate nechystal nikam utiecť, chcel banke čo najviac pomôcť aj v prípade, že sa mu stratu vyrovnáť nepodarí. Táto až chorobná firemná lojalita zašla do štádia, kedy aj po udaní a zatknutí v roku 1995 Iguchi stále obhajoval snahu banky vyriešiť tento problém interne. Táto lojalita má určite korene v kultúrnych špecifikách. No zaujímavé je aj iné možné vysvetlenie a to na základe opravného faktoru. Iguchiho lojalita a súčinnosť mu umožnila prezentovať sa ako správny a dobrý človek. Dokázal vďaka tomu sám so sebou žiť napriek klamstvám a podvodom, ku ktorým sa uchýľoval. Získal tým určitý pocit zadosťučinenia, že celá táto situácia je v prospech banky a mohol ospravedlniť svoje nečestné konanie.

Keď začali strácať aj Iguchiho podriadení obchodníci, cítil zodpovednosť za ich problémy, pretože ich osobne vybral na túto pozíciu a vystavil ich tomuto nebezpečenstvu. Nechcel, aby prišli o svoju kariéru a boli poznačení zlyhaním, preto im najprv pomáhal a podporoval ich vo vyrovnaní strát, neskôr ich od nich oslobodil, keď ich nechal odísť s čistým štítom a spoločné straty priradil k svojej skrytej strate. Aj toto správanie mohlo byť prejavom potreby ospravedlniť svoje konanie a udržať si dobrý obraz o sebe samom.

Disonancia je zaujímavá aj tým, že sa často prejavuje s časovým odstupom, núti nás meniť vlastný názor. Podľa nás sa prejavuje aj v Iguchiho vnímaní celého incidentu, ktorý aj po jeho skončení stále bráni a nevníma svoje aktivity ako ilegálne. Napriek všetkým intenciám a okolnostiam však nemožno spochybniť zámerné klamstvá a podvody, ktorých sa dopustil, ako aj vedomé škody, ktoré spôsobil.

V niektorých z obchodov po prvotnej strate, ktoré sa nevyvíjali dobre, sa Iguchi nezachoval podľa svojich znalostí a radšej naivne uveril v nádej, ktorú mu dodal obyčajný komentár dílera „Neviem, Tosh, možno to vyjde naspäť...“. Normálne by tieto reči nepočúval a mal presvedčenie, že díler nesmie obchodníkovi nič podobné ani hovoriť, lebo je to veľmi nebezpečné. Ocitol sa ale v situácii, kedy ho táto nádej bez základu uspokojila. Veril v túto domnienku, pretože nebol schopný pripustiť žiadny iný scenár. A tak ostal v pozícii a stratil viac. V inej situácii sa zase nechal presviedčať začínajúcim,

neskúseným dilerom, že trh určite iba prehnane reaguje a každú chvíľu sa otočí späť a na tomto základe ešte pridával do strácajúcej pozície. Toto zachytávanie sa nádeje od druhých je aj prejavom selektívneho vnímania informácií, pretože logické a technické informácie, znalosti opomínal a ignoroval, kým bezobsažné stebielka nádeje ho vedeli presvedčiť a rozhodovali tak o miliónoch.

Iguchi sám spomínal, že v snahe zachrániť stratu porušoval aj so svojimi zverencami takmer všetky pravidlá rozumného obchodovania. Vstupovali do obchodov, no nemali ani potuchy, kde je ich cieľ. Iba v nádeji sledovali pohyby cien. Čím išiel trh vyššie, tým mali silnejší pocit, že sa už jednoducho musí vrátiť späť. Nedali si pozor ani na kontrolu straty, držali sa pozície zubami, nechtami. Trh jednoznačne mieri nahor, no oni to nechceli vidieť. Čím bol trh vyššie, tým silnejší dôvod mali ostať v hre a tým ťažšie bolo rozhodnutie z pozície vystúpiť. Pri každom zdanlivom vrchole ešte dokonca pridávali do stratovej pozície v nádeji obratu.

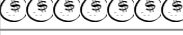
Iba dúfali, že ďalší deň sa všetko otočí.

5. Diskusia

V tejto kapitole sme sa zamysleli nad tým, čo spôsobilo takéto vážne zlyhanie, či ide o ojedinelý prípad a ako by sme mu vedeli v budúcnosti predísť. Je skutočne zlyhanie iba na strane obchodníka ako bol Toshihide Iguchi? Alebo musíme hľadať hlbšie?

Keď sme sa začali podrobnejšie zaoberať touto témou, boli sme prekvapení zistením, že tieto prípady neboli v minulosti vôbec ojedinelé a bohužiaľ, nie sú ani dnes. V nasledujúcej tabuľke č. 1 sme spracovali prehľad najznámejších prípadov neautorizovaného obchodovania z celého sveta a výšky spôsobených strát.

Tabuľka č. 1: Porovnanie najznámejších jednotlivcov neautorizovaného obchodovania

2011		2 300 miliónov	Kweku Adoboli	
2008		980 miliónov	Boris Picano-Nacci	
2007		118 miliónov	Matthew Taylor	
2008		*		
2005		550 miliónov	Chen Jiulin	
2004		187 miliónov	Buffen, Duffy, Ficcaro, Gray	
2002		691 miliónov	John Rusnak	
1996		2 600 miliónov	Yasuo Hamanaka	
1995		1 300 miliónov	Nick Leeson	
1995		1 100 miliónov	Toshihide Iguchi	

* 6 900 miliónov – Jerome Kerviel (FRA)

Zdroj: vlastné spracovanie podľa: <http://en.wikipedia.org/wiki/Rogue_trader>, [cit. 2015-03-05].

Okrem týchto sa vo svete odohrali mnohé ďalšie, často menšie prípady neautorizovaného obchodovania a iných porušení pravidiel, v ktorých vznikli a tajili sa straty v rádoch miliónov až stoviek miliónov. Mnohé z nich však boli po odhalení interne utajené a ošetrené samotnými inštitúciami, ktoré nechceli zbytočné problémy a negatívnu publicitu. O niektorých ďalších môžeme len polemizovať a ani dotknuté inštitúcie sa o nich už nikdy nedozvedia, pretože boli bez stopy zahľadené zamestnancami, ktorí sa rozhodli svojho bremena zbaviť nečestným spôsobom. Všetci títo páni sa zamotali do začarovaného kruhu, kedy sa snažili potichu napraviť svoje prvotné chyby, s ktorými sa báli priznať. Boli však zrelí na zlyhanie, pretože tlak na nápravu bol príliš silný a nútil

ich konať nerozvážne, riskovať a podvádzať. U väčšiny z nich môžeme sledovať podobné vzorce správania a silné prejavy odchýlok od racionality. Väčšina z nich však neskĺzla do zneužívania systémových chýb, ktoré im slúžili na krytie strát, na vlastné obohatenie a išlo o veľmi ťažké obdobia ich života.

Z predchádzajúcich poznatkov by sa mohlo javiť, že problémy neautorizovaného obchodovania sú najväčším problémom finančnej sféry, avšak oveľa väčšie straty už vyplynuli aj z plne vedomej autorizovanej činnosti. V nasledujúcej tabuľke č. 2 uvádzame prípady obrovských strát z autorizovaného obchodovania len počas roku 2008, kedy prepukla posledná finančná kríza.

Tabuľka č. 2: Porovnanie najväčších autorizovaných strát z obchodovania v roku 2008

	1 090 miliónov	Adriano Ferreira, Álvaro Ballejo	
	1 800 miliónov	Boaz Weinstein	
	1 890 miliónov	Frances Yung	
	2 520 miliónov	Isac Zagury, Rafael Sotero	
			

* 9 000 miliónov – Howie Hubler (USA)

Zdroj: vlastné spracovanie podľa <http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_trading_losses>, [cit. 2015-03-05].

Nouriel Roubine (2008) odhadol celkové potenciálne straty poslednej krízy na ohromné 2 trilióny dolárov (2,000,000,000,000). Straty neautorizovaných obchodníkov vyzerajú pri takom čísle úplne bezvýznamne. Spôsobili to najmä rôzne nešťastné „techniky“, ktoré vylepšovali rating menej kvalitným aktívam, najmä rizikovým hypotekárnym cenným papierom. Tak sa potom tieto cenné papiere na rizikové hypotéky dostali do portfólií aktív penzijných fondov a samosprávnych celkov, kde by normálne nemali čo hľadať. Strojca najväčšej zaznamenanej straty jednotlivca v histórii, Howie Hubler, bol manažér hedžového fondu známej investičnej spoločnosti Morgan Stanley. Rekordná strata viac než 9 miliárd dolárov bola jedným z dôvodov, ktoré spôsobili krach spoločnosti a spolu s ďalšími prispeli k prepuknutiu krízy. Išlo práve o obrovské pozície nekvalitných hypotekárných cenných papierov, ktoré Hubler obchodoval so súhlasom

svojich nadriadených. Keď sa trh začal prepadať a cenné papiere strácať hodnotu, Hubler svoju stratu netajil a jeho nadriadení vedome spolupracovali. V snahe stratu minimalizovať a vyčkať na vhodný moment uzatvorenia pozícií, svoje rozhodnutia odkladali až strata narástla do týchto rozmerov (Lunccheti, Timiraos, 2010). Sme presvedčení, že v tomto ich konaní by sme pri hlbšej analýze našli silné prejavy kognitívnej disonancie. Pretože ale v podstate nešlo o trestnú činnosť, Hubler ani iní manažéri neboli nijak potrestaní. Hneď po incidente si otvoril vlastnú poradenskú spoločnosť pre firmy, ktorým vlastníci bezcenných nehnuteľností hrozia nesplatením hypoték.

Pri sledovaní hrozivých dôsledkov, ktoré takéto aktivity prinášajú nami stále vrtala otázka, čo je ich hnacou silou. Čo teda nútilo ratingové spoločnosti tak veľmi podliezať štandardy a následne investorov tak veľmi riskovať? Odpoveď nám ponúka Bruce (2015), ktorý analyzoval pozadie prípadov neautorizovaných obchodníkov a diania poslednej finančnej krízy. Tieto prípady sú podľa neho odrazom extrémneho oportunizmu, ktorý je vo finančnom odvetví prítomný a navyše podporovaný. Extrémny oportunizmus môžeme definovať ako extrémne, sebecké sledovanie vlastných záujmov jednotlivcov či skupín. Tento fenomén by mal byť vnímaný ako dôležitý, ale veľmi riskantný aspekt investičného prostredia. Vyššie opísané incidenty sa totiž väčšinou považujú za nepredvídateľné, náhodné situácie, ktorým nebolo možné predísť. V skutočnosti sú ale výsledkom spoločenského tlaku, ktorý vytvárajú jednotlivci a skupiny na tvorbu stále ďalších a ďalších ziskov. Riziko spojené s takouto snahou by nemalo byť prehliadané a malo by byť rozumne kontrolované. V kultúre, kde sa v prvom rade naháňa zisk postupne dochádza k deformáciám kvality, ktorých manifestom sú vážne finančné incidenty a kolapsy, krízy. Uvoľňovanie štandardov, rozširovanie portfólií o nekvalitné aktíva a nebonitných klientov, tvorba nových zložitých a pochybných produktov bez regulácie, podvody, pričom skrývanie straty, alebo aj zisku býva často prvý prejav. Mnoho vážnych finančných kolapsov vzniklo z prvotne bezvýznamných aktivít.

Práve banky vo veľkom kládli dôraz na kvantitu pred kvalitou, podľa všetkého sa ich prvoradým záujmom v predkrízových rokoch stala maximalizácia vlastného zisku. Ich cieľom bolo požičovať viac a väčšiemu počtu ľudí. Bonitných klientov ale rýchlo ubúdalo a aby kolobeh mohol pokračovať, z pôvodne rizikových nebonitných klientov sa postupne stala chrbtica nového systému. Dobrý rating týchto cenných papierov ale nezodpovedal ich podkladovým aktívam. Je vysoko pravdepodobné, že ratingové agentúry (ktoré platia práve emitenti týchto cenných papierov) neboli vo svojich záveroch

objektívne. Nemuselo ísť nutne o zámer, pretože boli odhalené aj medzery v metodológii, ktorá bola síce matematicky správna, ale vôbec nezohľadňovala aktuálne podmienky na trhu a charakter podkladových aktív a dlžníkov.

Extrémny oportunizmus na inštitucionálnej úrovni potom vytvára tlak na jednotlivcov. Zamestnanci a manažéri týchto inštitúcií sú motivovaní, aby generovali čo najväčší zisk. Táto z nášho pohľadu nesprávna motivácia vedie k uchýleniu sa k nečestným činnostiam, alebo skrývaniu straty. Výborné výsledky, získané aj za cenu porušenia pravidiel bývajú väčšinou odmenené a pochybenia prehliadané. V prípade zlých výsledkov ale hrozí koniec kariéry. Východisko pre ľudí v takejto situácii je potom pomerne jednoznačné. Top manažment spoločností, ktorý túto kultúru živý je sám v rovnakej situácii vďaka konfliktu vlastných záujmov a záujmov vlastníkov. Aby si udržali svoje pozície a boli dobre odmeňovaní, sami skrývajú, nadhodnocujú, alebo inak zavádzajú vlastníkov a budujú tak prijateľný vzor správania vo firemnej kultúre. Chyba je aj na strane investorov, ktorí sa radi pozerajú na svoje investície ružovými okuliarmi a nezvažujú riziká, ktoré takéto správanie dokázateľne prináša. Vo vnútri spoločností fungujú len slabé mechanizmy kontroly, ktoré tento aspekt investovania a v dnešnej dobe podnikania všeobecne vôbec nepokrývajú. A inštitúcie dohľadu nad trhom sa síce snažia o prísnu kontrolu, no ich regulácie a legislatíva značne zaostávajú za kreativitou finančného odvetvia, ktoré prichádza stále s novými zložitými produktmi, ktorým málokto jasne rozumie a je ťažké ich regulovať. Zároveň sa ich podstata stále viac vzdďaľuje od reálnych peňazí či iných aktív a táto teoretická vzdialenosť, ako vysvetľuje Ariely (2012) nám povoľuje naše morálne zábrany, prestávame vnímať riziko a máme väčšiu tendenciu konať nečestne. Neschopnosť orgánov dozoru môžeme ilustrovať na príklade pokuty vo výške 33 miliónov dolárov, ktorú v roku 2009 musela zaplatiť Bank Of America skupiny Merrill Lynch & Company (Clark, 2009). Tá najprv v roku 2007 vykázala stratu takmer 8 miliárd dolárov a o rok neskôr ďalšiu v rekordnej výške viac než 27 miliárd dolárov. To však spoločnosti koncom roka 2008 nezabránilo vyplatiť svojim zamestnancom prémie vo celkovej výške 3,6 miliardy a ďalších 2,2 miliardy dolárov v iných bonusoch pre vedenie spoločnosti. Stanovená pokuta je až smiešne nízka v porovnaní s objemom peňazí, ktoré sa prípadu dotýkali. Nakoniec aj tak spôsobila len prehĺbenie straty veriteľov spoločnosti a pravých vinníkov sa nijako nedotkla.

Ako teda v budúcnosti podobným situáciám predchádzať? Z nášho pohľadu je najdôležitejšia prevencia. Nevytvárať prostredie, ktoré núti ľudí skrývať zlyhania. Dobré

poznať aktíva, s ktorými pracujeme a vytvárať silnú infraštruktúru kontroly. Motivovať tvorbu udržateľného zisku, trénovať a monitorovať prejavy odchýlok od racionality u profesionálnych investorov a odmeňovať ľudí, čo odhalia anomálie.

Bohužiaľ, kultúra extrémneho oportunizmu pramení z charakteristík našej spoločnosti ako takej, preto je každá zmena veľmi náročná. Legislatívne opatrenia nie sú efektívne, ako sme si ukázali na poslednom príklade. Okrem toho, že sú príliš ťažkopádne a pomalé, subjekty si vždy nájdu cestu, ako vyťažiť čo najviac v rámci legislatívnych medzier. Bruce (2015) zdôrazňuje, že prioritou by mala byť integrácia nezávislých regulačných mechanizmov priamo do moderných elektronických systémov, kde v reálnom čase prebieha kontrola a audit transakcií a na zistené anomálie sa dá upozorniť pomerne rýchlo. Kompetentní však toto vnímajú ako nadbytočnú záťaž, čo korešponduje s postojom inštitúcií, v ktorých sa prípady neautorizovaného obchodovania a obrovských strát udiali. Nie je preto prekvapením, že podobnosť fatálnych prejavov extrémneho oportunizmu je za posledných viac ako 20 rokov obrovská.

Toshihide Iguchi (2014) sám podotkol, že jeho nadriadení jednoducho nemali vôľu vidieť jeho chyby. Rozdiel medzi obchodníkom, ktorý stratí 1 milión a 1 miliardu nevidí v stupni chamtivosti či v stupni závislosti, ale v efektívite vnútorných kontrol ich inštitúcií. Pripomína, že títo obchodníci sa nezaplietli do neautorizovaných obchodov, lebo chceli stratiť miliardy, ale v snahe napraviť svoju prvotnú stratu, ktorá bola malá. Najprv však zo strachu o kariéru a neskôr, pri rastúcej strate už aj zo strachu hroziaceho trestného stíhania pokračujú v skrývaní a snahe o nápravu. Odsudzuje kriminalizáciu tohto správania, pretože ho nepovažuje za zločin, ale naopak obchodníkov vníma ako obeť firemnej kultúry, ktorá presadzuje zisk za každú cenu. V praxi ale bola práve výška straty bola rozhodujúcim faktorom o výške trestu. Rozhodnutie súdu v Osake o udelení pokuty takmer 900 miliónov bývalému manažmentu Daiwa banky v prospech veriteľov považuje za precedens, z ktorého by si mal zvyšok sveta vziať príklad.

Poznatky, ktoré sme pri výskume nadobudli výstižne zhrnula Irene Finel-Honigman (2010) v myšlienke, že keď nahliadneme za zdanlivý individualizmus spojený s neautorizovanými obchodníkmi, zistíme, že sú len súčasťou systému, ktorý takéto udalosti pripúšťa. A to vďaka nedbalosti, samolúbosti a chýbajúcemu dohľadu či dokonca kolúzii. Kým bude na trhoch vládnuť iba povrchný pohľad a neefektívne kontrolné mechanizmy v kombinácii s obrovskými odmenami, extrémny oportunizmus sa jednoznačne bude pravidelne prejavovať aj naďalej.

Záver

V diplomovej práci sme sa zaoberali problematikou odchýlok od racionality s dôrazom na kognitívnu disonanciu. Splnili sme hlavný cieľ, ktorý sme si stanovili. Ilustrovali a analyzovali sme, ako konkrétne odchýlky pôsobia aj na profesionálnych investorov a môžu viesť k fatálnym škodám. Popritom sme naplnili čiastkové ciele, najmä vymedzenie a uvedenie do problematiky behaviorálnej ekonómie a prezentáciu viacerých významných emočných aj kognitívnych odchýlok od racionality. Ako súčasť práce sme tiež stručne zhrnuli výsledky pilotného slovenského prieskumu investičného správania.

Následne sme analyzovali pozadie a priebeh udalostí neautorizovaného obchodovania japonského obchodníka s dlhopismi Toshihide Iguchiho. Prepojili sme súvislosti dobového ekonomického pozadia, psychologického pozadia samotného obchodníka a faktických údajov o jeho kariérnej dráhe a obchodníckych aktivitách. Na konkrétnych situáciách sme identifikovali prejavy odchýlok od racionality, ktoré sme predstavili v prvej časti práce. Opäť sme sa zamerali na kognitívnu disonanciu a preskúmali spojitosť medzi disonanciou prejavujúcou sa vo finančných rozhodnutiach a disonanciou vyplývajúcou z pozadia samotnej osobnosti tohto obchodníka.

Potvrdili sme, že prejavy odchýlok sú aj u profesionálnych investorov bežné, hlavne ak sa v okolí vyskytujú podmienky, ktoré pôsobia ako katalyzátor iracionálneho správania. Títo investori pracujú s obrovskými objemami peňazí, preto sú negatívne prejavy často fatálne a sú pôvodom krachu mnohých spoločností i skorým príznakom krízy vo finančnom systéme. V snahe o odhalenie vinníka sme sa v diskusii zaoberali myšlienkou hlbších systémových porúch, ktorých vonkajším prejavom sú takéto vážne incidenty. Priklonili sme sa k názoru, že hybnou silou týchto incidentov je extrémny oportunizmus, ktorý vládne vo finančnej sfére, ale prvotne vychádza z naladenia našej spoločnosti ako takej. Opísali sme niekoľko preventívnych opatrení ako aj súčasných nefunkčných metód, ktoré prejavy extrémneho oportunizmu pripúšťajú.

Téma práce nás do hĺbky zaujala a radi by sme v budúcnosti prispeli k rozvoju techník a systémov, ktoré nebudú podporovať iracionálne správanie. Veríme v prednosť kvality nad kvantitou a pevné morálne štandardy, ktoré sa v biznise i v spoločnosti neustále povoľujú, často práve vďaka oportunizmu jedincov či skupín.

Zoznam použitej literatúry

ALLAIS, M. 1953. Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école Américaine. In *Econometrica*. Vol. 21, No. 4, s. 503-546. [cit. 2014-06-21]. Dostupné v databáze: EBSCO. ISSN 00129682.

ANTONIOU C. - DOUKAS J. - SUBRAHMANYAM A. 2013. Cognitive Dissonance, Sentiment, and Momentum. In *Journal Of Financial & Quantitative Analysis* [online]. February 2013, vol. 48, no. 1, s. 245. [cit. 2014-05-13]. Dostupné v databáze: EBSCO. DOI: 10.1017/S0022109012000592.

ARIELY, D. 2012. *Jak drahá je nepoctivosť*. Praha : Práh, 2012. 214 s. ISBN 978-80-7252-395-5.

ARONSON, E. - TAVRIS, C. 2007. *Chyby se stali (ale ne mou vinou)*. Praha : Dokořán, 2012. 284 s. ISBN 978-80-7363-366-0.

BAČOVÁ, V. – BALÁŽ, V. – ŠINSKÝ, M. – DROBNÁ, E. – ČAVOJOVÁ, V. 2010. *Rozhodovanie a usudzovanie I*. Bratislava : Ústav experimentálnej psychológie SAV, 2010. 207 s. ISBN 978-80-88910-30-5.

BALÁŽ, V. 2006. *Rozum a cit na finančných trhoch*. Bratislava : VEDA, vydavateľstvo Slovenskej akadémie vied, 2006. 176 s. ISBN 80-224-0923-5.

BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota*. Bratislava : VEDA, vydavateľstvo Slovenskej akadémie vied, 2009. 451 s. ISBN 978-80-224-1082-3.

BALÁŽ, V. Keď neveríme, čo nám hovoria. In *Investor : financie & investície & poradenstvo*. Bratislava : ECOPRESS, 2009. ISSN 1335-8235, 2009, roč. 10, č. 6, s. 36-38.

BRUCE, J. 2015. *The Rogue Myth*. USA : CreateSpace, 2015. 294 s. ISBN 1449595219.

CARLSMITH, J. M. - FESTINGER, L. 1959. Cognitive consequences of forced compliance. In *Journal of Abnormal and Social Psychology* [online]. vol. 58, s. 203. [cit. 2014-05-09]. Dostupné na internete: <<http://psychclassics.yorku.ca/Festinger/index.htm>>.

CLARK, A. 2009. Bank of America pays 33 million to settle Merrill Lynch bonuses case. In *The Guardian* [online]. [cit. 2015-03-21]. Dostupné na internete: <<http://www.theguardian.com/business/2009/aug/03/bank-of-america-merrill-lynch-fine>>.

COLOMBO, J. 2012. Japan's Bubble Economy of the 1980s. [online]. [cit. 2015-02-05]. Dostupné na internete: <<http://www.thebubblebubble.com/japan-bubble/>>.

DAIWA BANK. 2001. *Annual Report 2001*. [online]. 68 s. [cit. 2015-01-25] Dostupné na internete: <<http://www.resona-gr.co.jp/holdings/english/investors/financial/annual/daiwa/00.html>>.

de BONDT, W. F. M. – THALER, R. 1985. Does the stock market overreact?. In *Journal of Finance*. Vol. 40, No. 3, júl 1985, s. 793-805. [cit. 2014-10-10]. Dostupné v batabáze: Business Source Premier. ISSN 00221082.

ELLSBERG, D. 1961. Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. In *The Quarterly Journal of Economics* [online]. Vol. 47, No. 4, s. 643-669. [cit. 2014-06-21]. Dostupné v databáze. EBSCO. ISSN 00335533.

FESTINGER, L. 1962. *A theory of cognitive dissonance*. Stanford, CA : Stanford University Press, 1962. 291 s. ISBN 0804701318.

FINEL-HONIGMAN, I. 2010. *A cultural history of finance* [e-book]. New York : Routledge, 2010. 323 s. ISBN 0-203-86661-4.

GOGA, M. 2013. *Teória Hier*. Bratislava : Iura Edition, 2013. 144 s. ISBN 978-80-8078-613-7.

JÍLEK, J. 2000. *Finační rizika*. Praha : GRADA Publishing, 2000. 640 s. ISBN 80-7169-579-3.

KAHNEMAN, D. – TVERSKY A. 1979. Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk. In *Econometrica*. Vol. 47, No. 2, s. 263-292. [cit. 2014-07-13]. Dostupné v databáze: EBSCO. ISSN 00129682.

KAHNEMAN, D. – TVERSKY A. 1992. Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. In *Journal of Risk and Uncertainty*. Vol. 5, No. 4, s. 297-323. [cit. 2014-07-13]. Dostupné v databáze: EBSCO. ISSN 08955646.

LANGER, E. 1975. The illusion of control. In *Journal of Personality and Social Psychology*. Vol. 32, august 1975, s. 311-328. [cit. 2014-11-15]. Dostupné v databáze: PsycINFO. ISSN 1939-1315.

LORD, C. G. 1992. Was cognitive dissonance theory a mistake?. In *Psychological Inquiry* [online]. vol. 3, no. 4, s. 339. [cit. 2014-05-09]. Dostupné v databáze: EconLit. ISSN 1047-840X.

LUNCCHETTI, A. – TIMIRAO, N. 2010. After 9 billion loss, trader revives career. In *Wall Street Journal* [online]. [cit. 2015-03-20]. Dostupné na internete: <<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704621204575487182419639738>>.

MARKOVIČ, P. a kol. 2007. *Manažment finančných rizík podniku*. Bratislava : Iura Edition, 2007. 383 s. ISBN 978-80-8078-132-3.

McFADDEN, D. 1999. Rationality for Economists. In *Journal of Risk and Uncertainty*. Vol. 19, No. 1-3, s. 73-105. [cit. 2014-08-02]. Dostupné v databáze: EBSCO. ISSN 08955646.

MYERSON, B. R. 1991. *Game Theory: Analysis of conflict*. London : Harvard University Press, 1991. 568 s. Dostupné v databáze: EconLit. ISBN 0-674-34115-5.

ROUBINI, N. 2008. Yes, Thats 2 trillion of Debt-related Losses. In *Bloomberg* [online]. 2008. [cit. 2015-03-15]. Dostupné na internete: <<http://online.barrons.com/articles/SB121763156934206007?tesla=y>>.

ODEAN, T. 1998. Volume, Volatility, price, and profit when all traders are above average. In *Journal of Finance*. Vol. 53, No. 6, dec. 1998 s. 1887-1934. [cit. 2014-12-10]. Dostupné v databáze: Business Source Premier. ISSN 00221082.

SAMUELSON, W. – ZECKHAUSER, R. 1988. Status quo bias in decision-making. In *Journal of Risk and Uncertainty*. Vol. 1, No. 1, marec 1988, s. 7-59. [cit. 2014-08-27]. Dostupné v databáze: Business Source Premier. ISSN 08955646.

SHEFRIN, H. M. – THALER, R. 1988. The Behavioral Life-cycle Hypothesis. In *Economic Inquiry*. Vol. 26, No. 4, október 1988, s. 609-643. ISSN 0095-2583.

SHILLER, R. 2005. *Investiční horečka*. Praha : Grada Publishing, 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-2482-9.

SCHILIRÓ, D. 2012. Bounded rationality and perfect rationality: psychology into economics. In *Theoretical and Practical Research in Economic Fields*. Vol. 3, No. 2, s. 101-111. [cit. 2014-08-09]. Dostupné v databáze: EBSCO. ISSN 20687710.

THALER, R. - KAHNEMAN, D. – TVERSKY A. – SCHWARTZ, A. 1997. The effect of myopia and loss aversion on risk taking: an experimental test. In *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 2, s. 647-661. [cit. 2014-09-13]. Dostupné v databáze: Business Source Premier. ISSN 00335533.

TOSHIHIDE, I. 2014. *My Billion Dollar Education*. PrintPro, 2014. 335 s. ISBN 978-988-13373-8-2.

VALACH, J. a kol. 1993. *Finanční řízení a rozhodování podniku, 1. díl*. Praha : Nad zlato, 1993. ISBN 80-85626-12-8.

von NEUMANN, J. – MORGENSTERN, O. 1944. *Theory of Games and Economic Behavior*. [cit. 2014-06-05]. Dostupné v databáze: Google books. UK : Princeton University Press, 1944. ISBN: 0-691-11993-7.