

## **Seriál : O behaviorálnych financiách**

(7.časť)

### **Averzia voči strate**

Ak investor kúpi nejakú akciu a jej cena klesne, strata je najskôr len fiktívna, vlastne iba na papieri. Až keď investor akciu predá za nižšiu cenu, ako bola jej kúpna cena, strata začne byť pre investora reálna. Mnoho investorov preto odmieta predat' akciu za nižšiu cenu, ako ich kúpili. Tento jav je jednou z foriem averzie k strate.

Averzia k strate môže byť jednou z príčin, že ani vysoká riziková prémie na akcie nie je pre väčšinu ľudí dosť presvedčivá na to, aby investovali do akcií.

Známy je prípad obchodníka s finančnými derivátmi Nicka Leesona, obchodujúceho na singapurskej burze SIMEX. Obchodoval v mene britskej banky Barrings. V roku 1992 sa mu najskôr na špekulatívnych obchodoch podarilo zarobiť pre banku 10 miliónov libier. Neskôr sa mu ale prestalo dariť, ešte v priebehu toho istého roka prerobil dva milióny. V snahe vymazať stratu sa púšťal do čoraz riskantnejších obchodov, v ktorých však vyrábal stále vyššiu stratu. V januári 1995 kumulatívna hodnota straty dosahovala 827 miliónov libier a banka skrachovala. Vyšetrenie neskôr preukázalo, že menovaný obchodník sa neobohatil, hlavným motívom jeho riskantného konania bolo vymazať utrpenú stratu.

Univerzita v Tilburgu vo svojom výskume v Center Savings Survey (CSS) na vzorke 2000 domácností skúmala okrem iného aj finančné správanie a otázky zamerané na psychologické aspekty investovania.

Averziu k strate potvrdili odpovede na dve otázky:

1. Otázka : Predstavte si, že ste v lotérii vyhrali 1000 eur a výhru máte dostať dnes. Vedenie lotérie vás však požiadalo, aby ste počkali na vyplatenie ceny jeden rok. Za predpokladu, že s týmto čakaním nie je spojené žiadne riziko, koľko eur by ste od vedenia lotérie požadovali za vašu ochotu čakať ?

2. Otázka : Predstavte si, že ste v lotérii vyhrali 1000 eur a výhru máte dostať o rok. Vedenie lotérie by vám však výhru mohlo vyplatiť aj dnes, ak o to požiadate. Koľko eur by ste obetovali, aby ste na vyplatenie výhry nemuseli čakať jeden rok ?

Racionálna úvaha hovorí, že medzi týmito dvomi možnosťami nie je žiadny rozdiel. Racionálni investori by svoju ochotu čakať, resp. zriecť sa časti výhry riešili zrejme vhodnou diskontnou sadzbou, napríklad úrokom z termínovaného vkladu na 12 mesiacov a to rovnakou pre obidve možnosti.

Odlíšná prezentácia obidvoch možností však spôsobí, že odklad výhry sa pociťuje ako strata, kým možnosť okamžitého prijatia peňazí ako zisk. Vzhľadom na to, že sú ľudia citlivejší na stratu ako na zisk, je diskontná sadzba, ktorú žiadajú investori za odklad platby výhry v prvej otázke vyššia, ako diskontná sadzba v otázke druhej. Za odklad platby 1000 eur o jeden rok dotazovaní požadovali v priemere 268 eur, kým v druhej otázke boli pri okamžitom vyplatení výhry ochotní zriecnuť sa v priemere 48 eur.

Druhá spomínaná hodnota teda predstavuje ekvivalent úroku 4,8 %, čo bol v čase uskutočnenia prieskumu v roku 2002 adekvátne. Požadovaný ekvivalent úroku za ochotu počkať však bol 26,8 %. Tento jav je jednou z foriem averzie k strate, v odbornej literatúre nazývanou aj dispozičný efekt.

Na posúdenie veľkosti dispozičného efektu sa používa rozdiel ukazovateľov PGR a PLR:<sup>1</sup>

$$\text{PGR (podiel realizovaných ziskov)} = \frac{\text{realizované zisky}}{\text{realizované zisky} + \text{papierové zisky} + \text{realizované straty}}$$

$$\text{PLR (podiel realizovaných strát)} = \frac{\text{realizované straty}}{\text{realizované straty} + \text{papierové straty}}$$

Princíp výpočtu je jednoduchý :

Investor kúpil akciu za 100 Eur. O pol roka cena stúpla na 120 Eur. Investor počká ešte 2 mesiace, či cena ešte nestúpne. Po 8 mesiacoch od kúpy však cena klesne na 105 Eur. Investor sa rozhodne akciu predat' a realizovať zisk 5 Eur. Realizovaný zisk je 5 Eur, tzv. papierový zisk je 20 Eur (z toho 5 realizovaný a 15 nerealizovaný).

Potom PGR je  $5 / (5 + 15) = 0,25$ .

Podobne sa počíta aj ukazovateľ PLR.

Pri optimálnej investičnej stratégii by aj PLR aj PGR boli rovné 1, lebo papierové straty a zisky by boli nulové.

<sup>1</sup> Spracované podľa : BALÁŽ, V. 2008. Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 44

Ak je PGR väčšie ako PLR , znamená to, že investori predávajú ziskové akcie častejšie ako stratové. Teda znamená to, že stratové akcie držia v portfóliu dlhšie, lebo dúfajú, že ich cena ešte stúpne. Z už spomínaného čínskeho prieskumu spracované údaje v tabuľke č.6 hovoria, že rozdiel medzi PGR a PLR je výrazne (2,5 krát) vyšší u individuálnych investorov než u investorov inštitucionálnych. Alebo inak povedané, profesionálni investori boli menej citliví na stratu a klesajúce akcie jednoducho predali.

### Tabuľka č.6 Averzia na stratu (tzv. Dispozičný efekt)

	Individuálni investori	Inštitucionálni investori
Podiel realizovaných ziskov (PGR)	0,5190	0,6870
Podiel realizovaných strát (PLR)	0,3098	0,5990
Rozdiel PGR - PLR	0,2092	0,0877

Spracované podľa BALÁŽ,V.2008.Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 44

Dispozičný efekt sa dá odmerať aj priamo (tabuľka č.7). Podľa tejto metódy sme zistili, že aj inštitucionálni investori podliehali dispozičnému efektu, pretože držali stratové akcie v portfóliu dlhšie ako ziskové, ale v priemere to bolo menej než v prípade individuálnych investorov.

### Tabuľka č. 7 Averzia na stratu podľa dĺžky držania akcií od kúpy po predaj v dňoch

	Individuálni investori		Inštitucionálni investori	
	stratové akcie	ziskové akcie	stratové akcie	ziskové akcie
Všetky obraty	35,60	26,19	25,86	15,59
Ich počet	268 390	513 577	1 299	1 904
Jednoduché obraty	30,21	22,79	16,52	9,59
Počet	184 402	379 805	697	1 099
Komplexné obraty	48,17	36,32	36,67	23,79
Počet	83 988	133 772	602	805

Spracované podľa BALÁŽ,V.2008.Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 44

Emočná odchýlka od racionality sa prejavuje v tom, že ľudia pociťujú straty podstatne intenzívnejšie ako zisky. Najviditeľnejším prejavom averzie voči strate je neochota investovať do rizikových aktív, najmä do akcií. Averzia voči strate spôsobuje, že investori, vkladajúci peniaze do akcií za ne pýtajú vysokú rizikovú prémie, ktorá odporuje predstávám o racionálnych

investoroch. Aj napriek vysokej prémii však investuje do akcií len menšina investorov. V podstate platí, že averzia voči strate je univerzálna odchýlka od racionality a neobmedzuje sa len amatérskych investorov. Väčšinu prostriedkov na finančných trhoch nedržia individuálni investori, ale inštitucionálni, ako sú banky, podielové fondy, obchodníci s cennými papiermi atď. Aj tí sú averzní voči strate.

### **Averzia voči ľúlosti**

Ľútosť predstavuje výrazné negatívne vedomie a emócie, vzťahujúce sa na minulé aktivity, rozhodnutia a správanie jednotlivca. Formy a prejavy ľúlosti sa pohybujú od zahanbenia a pocitu viny, až po smútok a depresiu. Dôležitou črtou ľúlosti je to, že ide o psychickú bolesť, súvisiacu s uvedomením si zodpovednosti za utrpenú stratu, pričom smútok môže plynúť aj zo skutočností, za ktoré jednotlivec zodpovednosť nenesie. Vzhľadom na to sa averzia voči ľúlosti radí k emočným odchýlkam od racionálneho správania.

Ľútosť je prirodzený biologický mechanizmus, ktorý brzdí rizikové jednanie s možnými nepriaznivými dôsledkami. Ľútosť môže ochromiť a brániť tak ďalšiemu jednaniu. Pocity ľúlosti predstavujú pre ľudí vysokú psychologickú záťaž. Je preto normálne, že sa im snažia vyhnúť. Vyhybanie sa ľúlosti je teda určitou prevenciou proti následkom rizikových rozhodnutí. V 80-tych rokoch 20. storočia vznikol v teórii rozhodovania smer, ktorý sa snažil vysvetliť princípy rozhodovania na základe očakávanej ľúlosti. V diele „Model rozhodovania za podmienok neistoty“ Graham Loomes a Robert Sugden predstavili „teóriu ľúlosti“<sup>2</sup>. Predpokladali, že ľudia sa síce rozhodujú racionálne, ale svoje rozhodnutia podmieňujú nielen očakávaným úžitkom, ale aj očakávanou ľútosťou. Aby sa vyhli negatívnym emóciám po vykonaní rozhodnutia, radšej volia rozhodnutia, ktoré budú generovať pozitívne pocity, aj keď s menším potenciálnym ziskom. V literatúre o behaviorálnej ekonómii a psychológii sa rozoznáva ľútosť prameniaca z dvoch druhov chybného správania:

- chyby vyplývajúce z konania (errors of commission)
- chyby vyplývajúce z nekonania (errors of omission).

---

<sup>2</sup> LOOMES, G. – SUGDEN, R. 1982. Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty, In *Economic Journal*, 1982, Ročník 92, číslo 4, s 805–24.

Lútosť z konania je obyčajne intenzívnejšia ako lútosť z nekonania, no vyprchá rýchlejšie. V dlhodobom horizonte ľudia omnoho viac a častejšie ľutujú veci, ktoré nevykonali, ako tie, ktoré vykonali. Gilovich a Medvec<sup>3</sup> sa pýtali ľudí, ktoré veci najviac ľutujú za posledný týždeň. Pomer medzi vykonanými a nevykonanými vecami bol približne rovnaký (53 % : 47 %).

Pri otázke, čo najviac ľutujú v retrospektívnom pohľade za celý život, podiel lútosť z nekonania bol až 84%. Gilovich a Medvec sumarizovali aj niekoľko iných prieskumov americkej populácie, zameraných na veci, ktoré ľudia v živote najviac ľutujú .

Aj tu išlo o dlhodobý pohľad. Prakticky vo všetkých prípadoch sa lútosť týkala najmä neaktivity. Typickými odpoveďami v prieskumoch boli „mal som nadobudnúť lepšie vzdelanie“, „mal som pracovať tvrdsie“, „mal som sa viac snažiť urobiť kariéru“, „mal som byť viac asertívny“.

Pocit z chybného konania sa obyčajne dostaví okamžite a je veľmi intenzívny. Naproti tomu uvedomenie si chyby z nekonania vyžaduje viac premýšľania a zahrnuje aj porovnávanie výsledkov z potenciálnych, no neuskutočených rozhodnutí so súčasným stavom.

Averzia voči strate úzko súvisí s pocitmi lútosť. Mnoho ľudí sa snaží strate vyhnúť práve preto, aby nemuseli pociťovať intenzívnu lútosť. Averzia voči lútosť tak vedie k tomu, aby nemaximalizovali zisk, ale minimalizovali lútosť. Paradoxne ich to môže do viesť k veľmi rizikóvemu jednaniu, najmä ak sa im rysuje potenciálne veľká strata.

Mnoho investičných rozhodnutí je ovplyvnených averziou voči lútosť. Veľmi často sa napríklad stane, že investori radšej predajú ziskový finančný produkt, ako stratový. Klasické odôvodnenie znie, že „ziskový produkt už na seba zarobil, kým stratový ešte nie“. Predať stratový produkt znamená priznať stratu a utpieť za ňu lútosť. Takéto správanie je emocionálne pochopiteľné, ale z hľadiska investovania úplne neracionálne. Investor, ktorý predáva ziskové investície a drží stratové sa tak pripravuje o budúci zisk. Pri predaji stratovej investície síce krátkodobo utrpí lútosť (prizná chybu konania), ale otvorí sa šancu na budúci pozitívny vývoj. Ak stratovú investíciu nepredá, jeho túžba krátkodobo minimalizovať lútosť sa síce splní, ale o intenzívnejšie budú pocity lútosť v budúcnosti (keď prizná chybu z nekonania).

Averzia voči lútosť vedie k tomu, že veľká väčšina investorov vkladá peniaze do tzv. bezrizikových produktov. Ich investície sú príliš konzervatívne a v dlhodobom výhľade im

---

<sup>3</sup> GILOVICH, Th. - MEDVEC, V. 1995 The Experience of Regret: What, When, and Why, In *Psychological Review*, 1995, ročník 102, číslo 2, s. 379-395

neprinesú dostatočný výnos. Paradoxne takýto spôsob investovania v konečnom dôsledku prináša ľútosť nad nekonaním a nerealizovanými príležitosťami<sup>4</sup>.

Pokračovanie.

---

<sup>4</sup> Baláž, V.: Malý kurz behaviorálnych financií. In: Investor, roč. 6, č. 9, 2005, s. 32 – 35.