

Možnosti uplatnenia behaviorálnych financií pri ohodnocovaní bánk

Predstavme si situáciu, že dostaneme informáciu o tom, že nejaká finančná inštitúcia má vysokú hodnotu a my máme možnosť kúpiť si jej akcie za výhodnú cenu. Ako sa budú správať investori, aký je vzájomný vzťah medzi informáciou o cene banky, cenou jej akcií a správnosťou informácií? Ako ovplyvní záujem alebo nezáujem investorov cenu akcií? Dá sa dokázať, že niekto v danom čase disponoval určitými informáciami a úmyselne manipuloval s trhom, aby dosiahol prospech?

Na to je potrebná metodika dostupná všetkým a symetria v oblasti informácií. Nezávislosť a objektívnosť výsledkov ohodnocovania je základnou podmienkou efektívneho fungovania trhu a ochrany investorov pred neprimeranými stratami z investovania.

Ohodnocovanie bánk je vysoko špecializovaná činnosť, ktorú nie je možné vykonávať mechanickým spôsobom, ale vyžaduje si špeciálny prístup ku každému jednotlivému subjektu osobitne, a to podľa špecifických podmienok a osobitostí jednotlivých prípadov. Napríklad aj A. Damodaran² vo svojej práci uvádza 6 mýtov, ktorým najčastejšie podliehajú experti pri vykonávaní ohodnocovania aktív alebo spoločností:

1. **mýtus:** Ohodnotenie je objektívne, lebo sa pri ňom využívajú kvantitatívne modely.
2. **mýtus:** Kvalitne podložené a starostlivo vykonané ohodnotenie zostane platné navždy.
3. **mýtus:** Čím náročnejší model použijeme, tým je výsledok ohodnotenia spoľahlivejší.
4. **mýtus:** Čím viac bude mať model kvantitatívnych prvkov, tým bude viac spoľahlivý výsledok ohodnotenia.
5. **mýtus:** Ak chceme zarábať peniaze, spoliehajúc sa na ohodnotenie, musíme pripustiť určitú neefektívnosť trhov.
6. **mýtus:** Dôležitý je len výsledok ohodnocovania, samotný proces nezohráva významnú úlohu.

¹ Príspevok je spracovaný v rámci projektu „Inovacestudia ekonomických disciplín v souladu s požadavky znalostní ekonomiky“ ESF MU v Brne

„Príspevok/výstup vznikol v rámci riešeného projektu OP VaV s názvom Vytvorenie excelentného pracoviska ekonomického výskumu pre riešenie civilizačných výziev v 21. storočí (ITMS 26240120032). Podporujeme výskumné aktivity na Slovensku/Projekt je spolufinancovaný zo zdrojov EÚ“.

²Damodaran, A.: *Investment Valuation. 2-nd edition.* JohnWiley&Sons, 2002.ISBN 978-0-471-75121-2, s. 2 - 10.

K uvedeným mýtom sa vyjadríme podrobnejšie a rozvieme niektoré možnosti uplatnenia behaviorálnych prístupov na obmedzenie negatívnych dôsledkov mýtov v procese ohodnocovania.

Napriek tomu, že ide o mýtus, netreba odmietať kvantitatívne modely ako také, ale je potrebné odstrániť mechanický prístup k ich používaniu.

Pri absolutizovaní kvantitatívnych metód v rámci ohodnocovania bánk napriek zdaniu objektívnosti, ktoré môžu matematické modely vzbudzovať, zostáva problémom tá skutočnosť, že do modelu vstupuje veľa údajov, ktoré môžu byť výsledkom subjektívneho úsudku experta. Na základe toho by bolo možné aj skepticky konštatovať, že výsledkom by mohli byť objektívne vyhodnotené subjektívne údaje.

Veľmi často sa stáva, že pod vplyvom existujúcich cien aktív a spoločností sa ohodnocovanie podvedome prispôsobuje týmto hodnotám. V tomto príspevku sa nebudeme zaoberať otázkami úmyselného skresľovania ohodnocovania, ktoré môžu vzniknúť v dôsledku špekulatívnych obchodov a vytvárania špekulatívnych bublín.

Ďalším momentom je skutočnosť, že analytici na trhu cenných papierov dávajú častejšie pokyny nakúpiť než pokyn predat', čo vyjadruje skutočnosť, že častejšie považujú spoločnosti za podhodnotenú ako nadhodnotenú. Súvisí to tiež s vierou, že budúcnosť sa bude vyvíjať priaznivejšie než doteraz. Pomer odporúčaní na nákup a odporúčaní na predaj dosahuje výrazné hodnoty, napríklad 10 : 1 alebo aj viac.

Preto sa odporúča, aby analytici podrobili výpočet hodnoty aj stanoveniu možnej chyby v ohodnocovaní. A. Damodaran uvádza viaceré druhy chýb (bias), vyberáme niektoré z nich: a) chyby vo východiskových údajoch, b) chyby v modeli, c) chyby vyplývajúce z nekompatibility, ak údaje poskytujú viaceré zdroje, d) chyby stratégie, ktorá má prikloniť k optimistickému alebo pesimistickému výhľadu. Pri analýze na základe modelu je vhodné vyhodnotiť aj to, do akej miery daný model vyhodnocuje jednotlivé závislosti.

K chybám pri ohodnocovaní bánk na základe podnikateľskej metódy sa najčastejšie zaraďujú nepresnosti odhadu FCFE (FreeCashFlowEquity), teda čistého peňažného toku pre akcionárov, ako aj chyby pri odhade diskontného faktora. V tejto súvislosti sa odporúča minimalizovať vplyv subjektívnych faktorov na analytikov. Jednou z ciest ako prognózovať FCFE je aj možnosť určovať ho s využitím behaviorálnych prístupov, alebo na základe pravdepodobnostných modelov, ktoré berú do úvahy reálne dáta za dlhšie obdobie na základe modelov štatistického rozdelenia náhodnej premennej.³

³Sodomová, E. a kol.: Štatistika : Modul A. Bratislava : EKONÓM 2001. 246 s. ISBN 80-225-1270-2

Chyby pri ohodnocovaní vyplývajú aj z toho, že mnohé metódy vychádzajú z údajov o ziskovosti za predchádzajúce roky. Jedným zo spôsobov, ako sa vyhnúť negatívnemu vplyvu tejto skutočnosti, je aj možnosť využiť pri ohodnocovaní bánk údaje o vývoji početnosti a kvality klientov banky.

Vývoj metód ohodnocovania bánk dospel do súčasnosti k pomerne ustáleným poznatkom o tom, ktoré veličiny sú vhodné na diskontovanie akými konkrétnymi faktormi. Napríklad FCFE je vhodné diskontovať nákladmi vlastného kapitálu, údaje založené na čistom zisku je vhodné diskontovať mierou kapitalizácie, alebo na ohodnocovanie iných inštitúcií sa môže používať pomer FCFF (FreeCashFlowforFirms) ku WACC (WeightedAverageCost on Capital).

Ohodnocovanie sa uskutočňuje v určitom čase a v určitom priestore – v konkrétnych podmienkach, pri dostupnosti konkrétnych informácií, či už o banke, odvetví alebo globálnej ekonomiky. Pri zmene ktorejkoľvek zložky v tomto systéme môže dôjsť k zmene hodnoty daného subjektu.

V oblasti ohodnocovania bánk majú mimoriadne miesto informácie o vývoji a očakávaní vývoja úrokových sadziieb, o ich volatilitate a rozpätí medzi úrokovými nákladmi a výnosmi.

Úroková sadzba vystupuje v ohodnocovaní bánk niekoľkých významných úlohách.

V prvom rade rozdiel medzi úrokovými výnosmi a úrokovými nákladmi je zdrojom tvorby zisku v odvetví bankovníctva. Ďalším momentom je, že existuje určité protirečenie medzi použitím úrokovej sadzby v úlohe tvorby zisku a v úlohe ohodnocovania reálnych aktív, ktoré banka používa ako kolaterály za úvery. Na jednej strane banka profituje z rastu úrokových sadziieb, ktoré môže účtovať z úverov, na druhej strane ten istý rast úrokových sadziieb znižuje trhové ohodnotenie kolaterálu za poskytnuté úvery a banka je v dôsledku toho vystavená vyššiemu riziku.

Úroková sadzba vplýva aj na hodnotu záväzkov bánk, nakoľko z prijatých vkladov platí klientom úrok.

Úroková sadzba sa v určitej modifikovanej forme prostredníctvom bezrizikovej úrokovej miery a rizikovej prirážky dostáva do stanovenia diskontného faktora, ktorý slúži na stanovenie hodnoty banky podnikateľskou metódou.

Ďalším významným faktorom, ktorý vplýva na ohodnotenie banky, je tempo rastu „g“, ktoré vstupuje do výpočtov a mení sa v súvislosti s vývojom ekonomiky.

Takáto závislosť neplatí automaticky. Platí, že čím viac údajov vstupuje do modelu, tým väčšie je riziko vzniku chýb a omylov.

Existuje tu aj určitá tendencia schovávať sa za výsledky výpočtov a neochota prevziať na seba zodpovednosť za rozhodnutie alebo za svoje rozhodnutie ohľadom investovania.

Treba si uvedomiť, že žijeme vo svete, v ktorom je nie nedostatok, ale nadbytok informácií a významnou úlohou je selektovať medzi významnými a nevýznamnými informáciami, prípadne na tento účel použiť výber významných faktorov použitých do výpočtu.

Pre nás je zaujímavý názor A. Damodarana o tom, že podmienkou toho, že trhy sú efektívne je skutočnosť, že existujú tisíce investorov, ktorí veria v neefektívnosť trhov.

Tento predpoklad nás vyzýva k tomu, aby sme na základe analýzy správania investorov skúmali ich preferencie a dôsledky na vývoj trhových cien.

Okrem toho by sme radi uviedli, že viacerí autori sa hlásia k tomu, aby sa za objektívne ohodnocovanie považovalo ohodnocovanie na základe trhových cien. Podmienkou súhlasu s týmto názorom je však existencia dostatočného množstva uskutočnených obchodov.

V súvislosti s dôsledkami finančnej krízy sa objavili požiadavky (napríklad R.C. Merton), aby sa banky ohodnocovali na základe trhového prístupu, ktorý by obnažil skutočnú realitu a viedol by k zrealneniu situácie na finančnom a bankovom trhu.⁴

Tento názor je v protiklade s praxou finančných trhov v aktuálnom období, keď majú finančné inštitúcie problémy takého charakteru, že za normálnych okolností by boli dôvodmi na prísne zásahy zo strany regulátorov, ale v čase finančnej krízy sa umelo živí dôvera, aby sa problémy nerozšírili na ďalšie subjekty. V tomto momente je veľký priestor pre analýzu správania investorov na základe behaviorálnych prístupov, nakoľko sa jedná o otázky dôvery, do značnej miere založené na psychologických faktoroch trhu.

Oprávnene sa domnievame, že proces ohodnocovania je veľmi dôležitý nielen z hľadiska jeho výsledku, ale aj z metodologického hľadiska. Vytvára sa a zdokonaľuje metodologická báza pre ohodnocovanie bánk a tým aj možnosť lepšie odhadnúť trhový vývoj v budúcnosti.

Proces ohodnocovania otvára nové otázky a problémy, ktoré vyplývajú z rozmanitosti reálneho vývoja.

Záver

Uvedené poznatky o ohodnocovaní aktív sú všetky veľkou výzvou na použitie behaviorálnych financií a ich následnú analýzu prostredníctvom matematických a štatistických metód.

⁴ MERTON, R. C.: *Markit to market*. August, 19, 2009. <http://www.swampreport.com/investments/scholes-and-merton-mark-it-to-market/>

Táto oblasť otvára nové možnosti rozvoja teórie a praxe ohodnocovania. Ukazuje sa, že všetky nerovnovážne stavy v ekonomike postupom času vyústia do krízy alebo podobného stavu, ktorého výsledkom je nastolenie rovnováhy živelným spôsobom. Nazdávame sa, že ekonomické subjekty svojím chovaním prispievajú k efektívnosti trhov a preto sme oprávnení sa domnievať, že skúmaním ich chovania získame informácie o vzájomnom pôsobení medzi správaním investorov a vývojom trhových cien.

Použitá literatúra:

1. CALOMIRIS, Ch. W., DORON NISSIM: *ActivityBasedValuationof Bank Holding Companies*. WorkingPaper 12918. <http://www.nber.org/papers/w12918>.
2. DAMODARAN, A.: *InvestmentValuation. 2-nd edition*. JohnWiley&Sons, 2002.ISBN 978-0-471-75121-2.
3. MERTON, R. C.: *Markit to market*. August, 19, 2009. <http://www.swampreport.com/investments/scholes-and-merton-mark-it-to-market/>
4. MILLER, W.D.:*Commercial Bank Valuation*.JohnWiley and Sons, Inc., USA 1995, ISBN13 9780471128205.
5. SODOMOVÁ, E. a kol.: *Štatistika : Modul A*. Bratislava : EKONÓM 2001. 246 s. ISBN 80-225-1270-2.