

Ing. Michal Slovák
Národohospodárska fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave

Ing. Ctibor Pilch, PhD.
Národohospodárska fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave

Behaviorálne financie dnes.

3.časť.

V ďalších častiach si priblížime významné odchýlky od racionality a štúdie, ktoré sa zaoberali ich výskumom. Súčasne navrhujeme jednoduché pravidlá, ktorými vplyv týchto odchýlok možno zredukovať. V závere každej časti taktiež uvádzame komplexnú prípadovú štúdiu vplyvu odchýlok na investorove rozhodnutia a metódy finančného poradenstva, ktoré takéto odchýlky zohľadňujú.

Nadmerná sebadôvera

Medzi najčastejšie a najvýznamnejšie kognitívne odchýlky patri nadmerná sebadôvera. V najjednoduchšej forme, možno považovať nadmernú sebadôveru ako neodôvodnenú vieru vo vlastné poznatky, uvažovanie a úsudky. Koncept nadmernej sebadôvery vychádza z veľkého počtu psychologických experimentov a dotazníkov, v ktorých subjekty často preceňujú ich predikčné schopnosti a taktiež informácie ktorými disponujú. Ľudia sú vo všeobecnosti zle kalibrovaní v odhadovaní pravdepodobností, dokonca aj vo veciach ktorými sú si istý, že nastanú je pravdepodobnosť výrazne nižšia ako 100%. Ľudia si myslia, že majú lepšie informácie ako v skutočnosti. Napríklad si prečítajú článok na internete a sú pripravení prijať investične rozhodnutie na základe vnímanej informačnej výhody.

a/ Technický popis

Viacere štúdie dokázali, že investori preceňujú svoje schopnosti. Konkrétne intervaly, ktoré priradujú ku svojim investíciám, sú príliš úzke. Tento typ nadmernej sebadôvery možno nazvať preceňovaním schopností odhadu (prediction overconfidence). Napríklad pri odhadovaní pravdepodobností budúcej ceny určitej akcie bude príliš sebavedomý investor počítať len s malou odchýlkou očakávaných výnosov, zhruba okolo 10 % zisku a straty, kým história dokazuje omnoho drastickejšie pohyby. Implikácia takéhoto správania je, že investor môže podceniť riziko poklesu hodnoty svojho portfólia.

Investori sú si taktiež príliš často istí svojimi úsudkami. Tento typ nadmernej sebadôvery nazvime nadmernou istotou (certainty overconfidence). Napríklad ak investori považujú istú spoločnosť za výhodnú investíciu, stávajú sa často slepými voči možnosti strate a v prípade negatívneho vývoja ostanú veľmi prekvapení a sklamaní. Toto správanie vedie k tendencii investorov podľahnúť zavádzajúcemu hľadaniu „horúcej akcie.“ Teda investori, inklinujúci k nadmernej istote, často obchodujú príliš veľa a môžu držať nedostatočne diverzifikované portfólia.

b/ Príklad precenenia schopností odhadu

Robert Schiller¹ v štúdiu o kolapse trhu v roku 1987 zistil, že 47,9% inštitucionálnych investorov sa domnievalo, že dôjde k oživeniu trhu práve v deň tohto kolapsu.

c/ Príklad nadmernej istoty

Ľudia preukazujú tendenciu k nadmernej istote v každodennom živote, čo sa prejavuje aj vo sfére investícií. Ľudia zvyknú mať prílišnú istotu v presnosti ich úsudkov. Ak ľudia zisťujú viac o situácii, je málo pravdepodobné, že sa presnosť ich úsudkov zlepši, ale sebaistota výrazne narastá, nakoľko si chybne zamieňajú kvantitu informácií s kvalitou. Fischhoff, Slovic a Lichtenstein² dali účastníkom test všeobecných znalostí a následne sa dotazovali, na koľko percent sú si istí svojimi odpoveďami. Subjekty, ktoré si boli na 100% iste svojimi odpoveďami v skutočnosti dosahovali úspešnosť od 70% do 80%. Klasickým príkladom nadmernej istoty je technologická bublina v deväťdesiatych rokoch 20. storočia. Mnoho investorov v tomto období jednoducho nakúpilo veľký objem akcií technologických spoločností, aby následne došlo s prasknutiu tejto bubliny.

¹ Shiller, R. J., 2005, *Irrational exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2 ed., 2002, 336 s., ISBN 0691123357, s. 152

² Lichtenstein, S., Fischhoff, B., Phillips, L. D., 1982, *Calibration of probabilities: the state of the art to 1980*, V: Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, Cambridge, s. 306-334. ISBN 9780521284141

d/ Implikácie pre investorov

- Príliš sebavedomý investor preceňuje svoje schopnosti oceniť spoločnosť ako potenciálnu investíciu. Výsledkom môže byť, že ignoruje negatívne informácie, ktoré môžu predstavovať varovné signály aby neuskutočnil takúto kúpu alebo aby predal už kúpené akcie takejto spoločnosti.
- Príliš sebavedomý investori môžu obchodovať príliš často, nakoľko sa domnievajú, že majú vedomosti, ktoré ostatným investorom chýbajú. Bolo dokázané, že sklon k nadmernému obchodovaniu vedie k zlým výnosom počas dlhších časových období.
- Pretože nepoznajú, nerozumejú, alebo neuvažujú o historickej výkonnosti akcií, sebavedomí investori podceňujú riziko poklesu. Výsledkom môže byť neočakávaná a zlá výnosnosť ich portfólia.
- Príliš sebavedomý investor zvykne držať nedostatočne diverzifikované portfólio, vystavuje sa teda vyššiemu riziku v porovnaní s toleranciou k riziku. Často si takýto investori neuvedomujú, že sa vystavujú väčšiemu riziku ako sú ochotní normálne akceptovať.

e/ Prehľad výskumov nadmernej sebadôvery

Mnoho výskumov sa zaoberá efektmi nadmernej sebadôvery, avšak my sa sústredíme na štúdie, ktoré zahŕňajú precenenie schopností odhadu ako aj nadmernej istoty. Profesori Brad Barber a Terrance Odean³ skúmali investičné transakcie v rokoch 1991 až 1997 z vyše 35 000 domácností, ktoré mali otvorený účet v investičnej banke Paine Webber. V tejto štúdii skúmali tri hypotézy:

- Či sa dá dokázať, že nadmerná sebadôvera vedie k neprimeranej aktivite na finančnom trhu.
- Či nadmerné obchodovanie znižuje výnosy investorov.
- Či existujú v tomto smere rozdiely medzi mužmi a ženami.

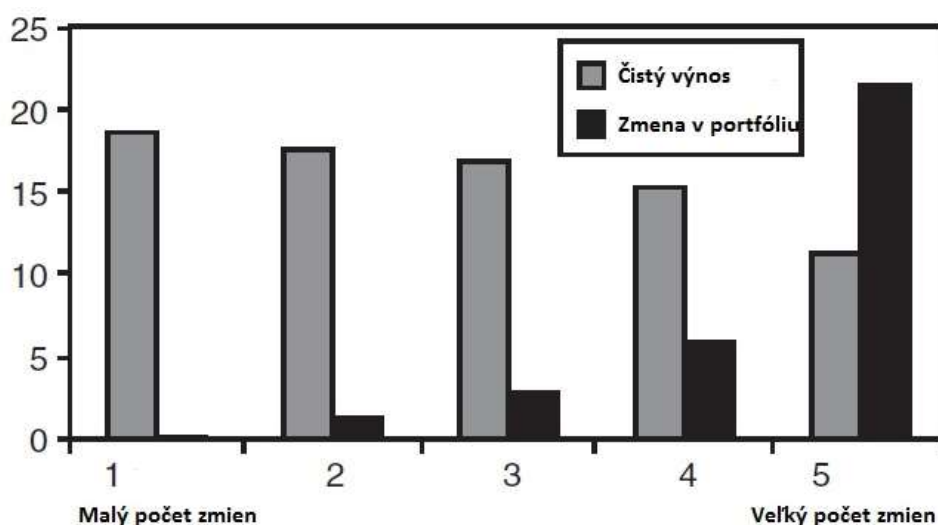
Príliš sebavedomí investori nadhodnocujú pravdepodobnosť, že ich vlastné posudky sú presnejšie než posudky iných. Neprimeraná istota v hodnotení vedie k odlišným názorom, čo ovplyvňuje obchodovanie. Racionálny investor obchoduje iba vtedy a zaobstaráva informácie

³ Barber, B.M., Odean, T., 2001, *Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, The Quarterly Journal of Economics, 2001, Vol 116 (1), s. 261-292, ISSN 0033-5533

iba vtedy, keď takáto činnosť zvýši jeho očakávaný úžitok. Príliš sebavedomí investori znižujú svoj očakávaný úžitok, tým že obchodujú príliš často, nasledujú nerealistické očakávania rastu týchto akcií ako aj presvedčenia, presnosti pravdepodobností takýchto očakávaní. Príliš sebavedomí investori majú taktiež tendenciu v nadmernom rozširovaní zdrojov svojich investičných informácií.

Výsledky vplyvu nadmerného obchodovania možno vidieť na Grafe č. 1.

Graf č. 1 – Mesačný obrat v portfóliu a ročné výnosy individuálnych investorov



Zdroj: Barber B.M., Odean, T., 2000, *Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, s. 775

Vo všeobecnosti, akcie ktoré predávajú individuálni investori dosiahli vyššie výnosy ako akcie ktorými ich investori nahradili. Akcie, ktoré sa rozhodli kúpiť muži dosiahli priemerne nižší mesačný výnos o 20 bázických bodov v porovnaní s akciami, ktoré sa rozhodli predat'. Ženy dosiahli negatívny rozdiel 17 bázických bodov. Barber a Odean zistili, že individuálni investori zmenia zhruba 70% svojich akcií. Podielové fondy dosiahli podobné hodnoty. Avšak tí individuálni investori a podielové fondy, ktoré obchodovali najviac dosiahli najnižšie výnosy.⁴

Barber a Odean svoj článok z roku 2001 uzatvárajú konštatovaním, že nadmerná sebadôvera hrá kľúčovú úlohu vo vysvetlení obrovského a neprimeraného obratu na finančných trhoch.

⁴ Odean, T., 1999, *Do Investors Trade Too Much?*, American Economic Review, Vol. 89(5), 1999, s 1279–98, ISSN 0002-8282

f/ Test sklonu k nadmernej sebadôvere

Nechali sme sa inšpirovať knihou Michaela Pompiana⁵, kde uvádza diagnostický test, ktorý by mal absolvovať každý investor. Typickou otázkou testu precenenia schopností odhadu je napríklad otázka: „Uveďte spodný a horný interval vzdialenosti Zeme od mesiaca. Vyberte intervaly tak, aby ste si boli na 90% istý svojou odpoveďou a aby správna hodnota ležala uprostred.“ Napriek tomu, že sa táto otázka netýka financií nám môže pomôcť zistiť naše sklony k odchýlke precenia schopností odhadu. Vzdialenosť medzi Zemou a mesiacom je zhruba 380 000 kilometrov. Respondenti, ktorí si stanovili príliš úzky interval a uvádzajú napr. hodnoty od 200 000 do 300 000 kilometrov môžu byť náchylný k preceňovaniu svojich schopností odhadu. Na druhej strane respondenti so širším intervalom, napr. 200 000 až 500 000 kilometrov, pravdepodobne takouto odchýlkou netrpia.

Taktiež pridávame aj tradičnú otázku sklonu k nadmernej istote: „Ktoré Austrálske mesto je väčšie – Sydney alebo Melbourne? Na koľko percent ste si istý svojou odpoveďou? Vyberte: 50%, 60%, 70%, 80%, 90% alebo 100%.“ Pokiaľ si respondent nie je istý a aj napriek tomu prisudzuje svojmu odhadu vysoké hodnoty, je pravdepodobné, že takýto človek ma sklon k nadmernej sebadôvere, resp. preceneniu istoty.

g/Ako sa brániť nadmernej sebadôvere

Nadmerná sebadôvera je jednou z najškodlivejších odchýlok, ktorých sa investor môže dopustiť. Podceňovanie rizika poklesu, príliš časté obchodovanie a držanie nedostatočne diverzifikovaného portfólia predstavujú hazard pre bohatstvo investora.

Uvádzame aký vplyv môžu mať konkrétne sklony k nadmernej sebadôvere na investora a na výkonnosť jeho portfólia a ako sa takýmto sklonom brániť.

- Neodôvodnená viera vo vlastné schopnosti identifikovať spoločnosť ako potenciálnu investíciu. Mnoho nadmerne sebavedomých uvádza nadpriemerné schopnosti pre výber akcií, ale len málo dôkazov podporuje toto tvrdenie. Odeanov výskum⁶ ukázal že priemerný investor dosiahol výnos po odpočítaní transakčných nákladov o zhruba 2 percentá nižší ako trh. Preto investor, ktorý tvrdí, že ma výnimočné schopnosti výberu investície, by mal spätne skúmať

⁵ Pompian, M. M., 2006, *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, 1. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2006, 336 s., ISBN 978-0471745174, s. 57-58

⁶ Odean, T., 1999, *Do Investors Trade Too Much?*, American Economic Review, Vol. 89(5), 1999, s 1279–98, ISSN 0002-8282

výnosnosť svojho portfólia a porovnať ho s trhom, napr. s váženou priemernou hodnotou indexov na burzách, na ktorých investor obchoduje).

- Nadmerné obchodovanie. Odeanov a Barberov výskum⁷ dokázal, že príliš časté obchodovanie znižuje výnosnosť portfólia. Investori s najmenej aktívnym portfóliom, na ktorom prebiehali minimálne zmeny, dosiahli priemerný ročný výnos 17,5%, kým najaktívnejšia pätina investorov dosiahla výnosy len 10%. Túto nepriamu úmernosť sme demonštrovali aj na Grafe č. 1. Pokiaľ obchodný účet investora vykazuje prílišnú aktivitu, najlepšou radou je, aby všetky svoje obchody skúmal a vypočítal ich návratnosť. Výnosnosť takéhoto portfólia je opäť potrebné porovnať s trhom. Analýza frekvencie obchodovania môže pomôcť nadmerne sebavedomému investorovi uvedomiť si chyby, ktorých sa dopúšťa.
- Podceňovanie rizika poklesu. Nadmerne sebavedomí investori a to hlavne tí, ktorí inklinujú k nadmernej istote zvyknú podceňovať riziko poklesu. Títo investori sú si často tak istí svojimi predpoveďami, že si neuvedomujú riziko strát. Pre investorov takého typu je najlepšou radou princíp dvojitého merania. V prvom kroku by si mal investor vypracovať prehľad investičných príležitostí pre ktoré očakával nízke výnosy a konfrontovať tieto predpovede s reálnym vývojom. Druhým krokom je štúdium odborných článkov, ktoré poukazujú na volatilitu trhov. Investor si v tomto prípade môže uvedomiť svoje chyby a začať pristupovať k obchodovaniu opatrnejšie.
- Nedostatočná diverzifikácia portfólia. Mnoho investorov so sklonom k nadmernej sebadôvere drží nediverzifikované portfólia pretože veria, že investície ktorým dôverujú budú vždy dosahovať nízku výnosnosť. Takýto investori si musia uvedomiť, že mnoho spoločností, ktoré kedysi patrili medzi najúspešnejšie postupom času zaniklo alebo stratilo svoju pozíciu. Existujú viaceré stratégie pre zmenšenie potenciálnych strát, nastavenie predaja aktíva pri dosiahnutí určitej ceny je jednoduchá stratégia, ktorá nepredstavuje žiadne náklady. Ďalšou otázkou ktorú by si mal investor položiť je či by aj dnes nakúpil rovnaké množstvo akcií, ktoré nakúpil predtým.

⁷ Barber B.M., Odean, T., 2000, *Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, The Journal of Finance, Vol. 55, N. 2, 2000, s. 773-806, ISSN 1540-6261

V závere uvádzame zhrnutie v podobe pravidiel, ktorých by sa mal investor s tendenciou k nadmernej sebadôvere držať. Uvádzame tri jednoduché pravidlá, ktorými sa možno brániť proti tejto odchýlke:

- Vytvoriť vyvážené portfólio, ktoré pomôže k prevencii nadmernej sebadôvery v určitú spoločnosť alebo odvetvie.
- Postupovať disciplinovane pri posudzovaní výkonnosti aktív a pri investovaní.
- Investovať v dlhodobých časových horizontoch alebo používať ochrannú stratégiu, napr. opcie. Transakčné náklady budú zmenšené a portfólio bude dobre vyvážené.

Záver k problematike

Vo všeobecnosti možno povedať, že investor so sklonom k nadmernej sebadôvere, nech už sa jedná o jej akúkoľvek formu, nie je dobre pripravený na budúcnosť. Nadmerná sebadôvera bráni k vytvoreniu stabilnej investičnej stratégie, ktorá by dosahovala uspokojivé výnosy v dlhom časovom horizonte. Prvým krokom k náprave takejto odchýlky je jej uvedomenie. Investor by mal vždy kriticky zvážiť čo ho ovplyvnilo pre výber konkrétnej investície a brať pri tomto zvažovaní na zreteľ efekty nadmernej sebadôvery.

Pokračovanie.