

Seriál : Odchýlky od racionality pri investovaní¹

6.časť

Ukotvenie

Ukotvenie (anchoring) je kognitívna odchýlka od racionality, pomocou ktorej ľudia pri odhadovaní nejakej neznámej hodnoty vychádzajú z prvej informácie, ktorá im je dostupná. Štartovacia hodnota (alebo začiatkový bod) buď vyplynú z formulácie problému, alebo sú výsledkom nejakého predbežného výpočtu. Ďalšia prijatá informácia túto hodnotu môže posunúť nadol, alebo nahor, ale vždy berie do úvahy prvú referenčnú hodnotu. Vo väčšine prípadov sú však tieto posuny malé. Platí teda, že rôzne štartovacie body vedú k rozdielnym odhadom, ktoré sú však naklonené k pôvodným začiatkovým hodnotám.

Ukotvenie ilustrujeme na príklade²:

Položili sme účastníkom prieskumu otázku : Koľko obyvateľov má Európa ?

Ľudia majú o tomto údaji obyčajne len veľmi hmlistú predstavu. Preto im pomôžeme tým, že otázku položíme inak : Je to viac, alebo menej ako 300 miliónov ?

Ak áno, koľko je to ?

Väčšina odpovedí sa pohybuje v hraniciach 250 až 400 miliónov .

Ak by sme sa však opýtali, či je to viac alebo menej ako 200 miliónov, väčšina odpovedí by bola v intervale 150 – 250 miliónov.

V prípade, že by naša ponuka nebola taká okrúhla, ale „presnejšia“ ako napr.

215 miliónov, odpovede by boli určite bližšie, v hraniciach 205 – 225 miliónov.

(Skutočný počet obyvateľov európskych krajín je 500 miliónov).

Kahneman a Tversky uskutočnili podobný pokus už v roku 1974. Subjektom bolo ukázané koleso šťastia, na ktorom boli čísla od 0 do 100. Koleso bolo zmanipulované tak, že sa zastavilo na čísle 10, alebo 65.

¹ Príspevok vznikol v rámci riešeného projektu „Teoretické a praktické otázky ohodnocovania bánk a finančných inštitúcií v podmienkach Slovenska“. Evidenčné číslo projektu: 1/0648/12

Účastníci experimentu, študenti Oregonskej univerzity, boli po vylosovaní postavení pred otázkou, či je podľa nich percento afrických štátov v OSN menšie, alebo väčšie, než toto číslo. Potom mali určiť presné percento afrických štátov v OSN.

Hoci bolo toto vyžrebované číslo nezávislé od počtu členských štátov v OSN, odhady jednotlivých respondentov boli veľmi ovplyvnené týmto číslom. (Priemerný odhad tých, ktorí videli číslo 10, bol 25 percent a tých, ktorí videli číslo 65, bol odhad 45 percent)³.

Fakt ukotvenia sa dá dobre ilustrovať aj na príklade z výskumu pod vedením H.Plassmanovej z kalifornského technologického inštitútu⁴. Vo výskume sa ponúkalo respondentom na ochutnanie víno. Ľudia ho spravidla poznajú, v jeho chuti a cene sú často veľké rozdiely. Výskumníci ponúkli pokusným osobám víno jednej odrody (Cabernet sauvignon).

Pokusným osobám tvrdili, že im ponúkajú 5 druhov Cabernetu rôznej kvality v cenách 5, 10, 35, 45, a 90 dolárov. V skutočnosti im však ponúkli len tri druhy.

Víno č.1 malo predajnú cenu 5 dolárov, pokusným osobám sa prezentovalo raz ako 5 dolárové a raz ako 45 dolárové.

Víno č.2 malo predajnú cenu 90 dolárov a osobám sa raz prezentovalo ako desaťdolárové a raz za pravdivú cenu 90 dolárov.

Víno č.3. malo predajnú cenu 35 dolárov a za túto cenu sa aj prezentovalo.

Z výsledkov experimentu vyplynulo o.i. že: pokusné osoby hlásili výrazné rozdiely v chuti v závislosti od ceny. Víno za 45 dolárov im chutilo podstatne lepšie ako víno za 5 dolárov, hoci išlo o tú istú vzorku. Aj víno za 90 dolárov chutilo podstatne lepšie než víno za prezentovaných 10 dolárov, hoci išlo o tú istú vzorku.

Dôležitý je záver tohoto experimentu. Celý experiment bol zopakovaný o osem týždňov neskôr na tej istej vzorke pokusných osôb. S tým rozdielom, že sa im nepovedala cena ponúkaných vzoriek. Hlásené rozdiely v chuti boli podstatne nižšie a neboli štatisticky vôbec významné.

Ukotvenie je teda reakciou na neistotu. Neistotu ľudia znášajú horšie ako riziko. Je jedným zo spôsobov, ako zavedením konkrétnej hodnoty meníme neistotu s viacerými možnými výsledkami a neznámou pravdepodobnosťou na riziko, kde sú len dve možnosti.

³ KAHNEMAN,D.2012 Myšlení rychlé a pomalé (preklad z angličtiny), Brno: Jan Melvil Publishing, 2012, 542 s. ISBN 978-80-87270-42-4

⁴ voľne spracované podľa PASSMANN,H., - O'DOHERTY, J.- SHIV,B.- RANGEL, A.,Marketing actions can modulate neural representations of experienced pleasantness. In *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol.105, No 3, str. 1050-1054 In BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Pri investovaní za ukotvenie môžeme považovať napr. nákupnú cenu ako referenčný bod. Čiže ak niekto kúpi akciu za 100,-Eur, predpokladá, že je to tá správna cena a všetky zmeny posudzuje vzhľadom na ňu. Zmeny potom nehodnotí podľa fundamentálnej hodnoty aktíva, ani z pohľadu vývoja celého portfólia.

Pokusy s „kotvami“ v maloobchode potvrdzujú⁵, že ponuka a dopyt nie sú nezávislé, ale sa vzájomne ovplyvňujú. Výrobcovia nám v každodennom živote nútia nové kotvy v podobe doporučených maloobchodných cien, zliav, uvádzacích cien a podobne. Všetky tieto premenné sú pritom určené stranou ponuky. S ochotou zákazníkov nakupovať sa dá takto veľmi ľahko manipulovať. Teda platí, že zákazníci nemajú svoje preferencie celkom pod kontrolou a spravidla nie sú schopní racionálne určiť, koľko peňazí majú za daný produkt zaplatiť.

Prospect theory vysvetľuje efekt ukotvenia nasledovne: kým teória očakávaného úžitku predpokladá, že ľudia sa rozhodujú tak, aby optimalizovali absolútne bohatstvo, Prospect theory predpokladá, že ľudia hodnotia viac zmeny v objeme majetku.

Napr. investor s majetkom 10 miliónov Eur je na tom určite lepšie, ako investor s majetkom 25 000 Eur. Ak by však prvý investor získal za rok podnikania 100 tisíc Eur a druhý získal 10 000 Eur, budú posudzovať uplynulý rok úplne odlišne.

Potvrdzovanie a kognitívna disonancia, selektívna pamäť

Potvrdzovanie (confirmatory bias) je kognitívna odchýlka od reality, ktorá sa prejavuje tak, že ľudia si selektívne vyberajú iba tie myšlienky a informácie, ktoré potvrdzujú ich doterajšie názory a presvedčenia. Tým opačným sa vyhýbajú.

Tento jav sa vyskytuje aj na finančných trhoch. Keď už investor investoval peniaze, chce mať istotu, že urobil správne rozhodnutie. Bude vyhľadávať všetky správy, ktoré jeho rozhodnutie potvrdzujú, a ignorovať všetky, ktoré sú opačného charakteru.

Príklad je napríklad v časech vrcholiacej internetovej technologickej bubliny, keď investori masovo investovali peniaze do rôznych, i neznámych firiem, zameraných na internetové technológie. Keď analytici tvrdili, že za mnohými firmami okrem internetovej adresy nie je nič, množstvo rozhorčených investorov im posielalo stovky nenávistných a výsmešných

⁵ Spracované podľa ARIELY, D. 2009 *Jak drahé je zdarma* (preklad z angličtiny), Praha: PRAHA, 2009, 212 s. ISBN 978 – 80-7252-239-2

odkazov⁶. Investori si potrebovali potvrdiť svoje názory namiesto toho, aby uverili fundamentálnym analýzam.

Kognitívna disonancia predstavuje vyšší stupeň potvrdzovania. Vzniká obyčajne vtedy, keď sa ľudia snažia uviesť do súladu existujúce poznatky a očakávania s novými poznatkami a faktami, ktoré sú s tými predchádzajúcimi v rozpore.

Ľudia si často dokážu vykonštruovať rôzne dôvody, aby si zdôvodnili správnosť zotrvania pri starých myšlienkach a faktoch.

Wiliam Goetzman (University of Yale) a Nadav Peles (J.P.Morgan Investment Management) vo svojej štúdii „Kognitívna disonancia a investori do podielových fondov (1997)“ hovoria, že „jednou z najväčších záhad odvetvia podielových fondov je, prečo niektorí investori zostávajú vo fondoch s trvalo zlým výkonom“⁷.

Príčinou kognitívnej disonancie na finančných trhoch sú mentálne náklady na prijatie nových faktov a skutočností. Námaha a bolesť spojené so zmenou názorov núti niektorých investorov udržiavať v portfóliu neperspektívne a dlhodobu stratové investície. Niekedy dokonca môžu vkladať do stratovej pozície aj ďalšie prostriedky, aby si potvrdili správnosť pôvodného rozhodnutia. Pripomína to príbeh gamblera, ktorý verí, že „dnes to bude iné, dnes to musí vyjsť!“

Mentálne účtovanie

Ľudia narábajú s peniazmi na rôznych „mentálnych účtoch“ podľa rozdielnych pravidiel sporenia, spotreby a postojov k riziku. Kritériom na zaradenie istej sumy do určitého mentálneho účtu je spravidla spôsob, akým k tejto sume prišli, alebo spôsob, akým plánujú peniaze použiť. V prvom prípade teda môže ísť napr. o mzdu za vykonanú prácu, dedičstvo, výhru v lotérii a pod. V druhom napr. o denný nákup, peniaze určené na dovolenku, o rezervu na dôchodok. Podľa behaviorálnej teórie životného cyklu (The Behavior Life-Cycle Hypothesis), ktorej autormi sú H.M Shefrin a R.H.Thaler⁸, sú mentálne účty usporiadané hierarchicky podľa toho, aké lákavé a ľahké je z nich čerpať.

Najnižšie stojí účet, ktorý predstavuje súčasné príjmy ako mzdu, rentu a výnosy z prenájmu. Z týchto aktív sa platia pravidelné poplatky ako náklady na domácnosť, doprava, potraviny apod. Nad ním stojí účet, predstavujúci súčet úspor, nespotrebované súčasné príjmy.

⁶ BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.325 ISBN 978-80-224-1082-3

⁷ Tamtiež

⁸ Tamtiež

Najvyššie stojí účet, ktorý je určený na krytie výdavkov budúcich období napr. dôchodok. Čím vyššie sú peniaze v rámci hierarchie mentálnych účtov, tým je menšie pokušenie ich minúť v súčasnosti. Teda mentálne účtovanie rozdeľuje peniaze do špecifických účtov, s ktorými potom narába investor podľa osobitných pravidiel. Takéto rozdielne pravidlá pre rozdielne účty sťažujú ohodnotenie výkonu celého finančného majetku a môžu vyústiť do nie optimálneho výsledku investovania.

Za ideálnych podmienok by sme mali všetky časti majetku považovať za rovnocenné a kritériom úspešnosti investovania by mal byť výnos z celého majetku.

Obdobným príkladom je aj fakt, že ľudia utrácajú viac peňazí pri platení kartou, ako pri platení v hotovosti. D.Prelec a D.Simester z Massachusetts Institute of Technology uskutočnili na univerzite dve aukcie na lístky na športové podujatia, ktoré sa konali v blízkom okolí a boli už vypredané⁹. Víťazom aukcie sa stal ten, kto ponúkol najvyššiu cenu, no kúpna cena lístka sa rovnala nie najvyššej, ale druhej najvyššej cene, dosiahnutej v aukcii. Tento moment mal za cieľ dosiahnuť to, aby sa lístky nepredávali za extrémne vysoké, alebo extrémne nízke ceny. Do aukcií boli ponúknuté lístky na jeden z finálových zápasov basketbalovej ligy, ktorý bolo možné sledovať z dobrého miesta, a lístky na priemerný bejzbalový zápas na otvorenú tribúnu.

V prvej aukcii mali účastníci platiť v hotovosti, v druhej im povedali, že budú platiť kartou. Rozdiel je výrazný a nedá sa pripísať rozdielnym finančným charakteristikám dvoch skupín študentov. Ich finančné zázemie bolo v oboch skupinách podobné.

Na základe výsledkov tu môžeme konštatovať, že peniaze na kreditnej karte a hotovosť sú uložené na osobitných mentálnych účtoch a zaobchádza sa s nimi odlišne. (v Tabuľke č.5)

⁹ Spracované autorom podľa PRELEC, D. and SIMESTER, D. 2001. Always Leave Home Without It: A Further Investigation of the Credit – Card Effect on Willingness to pay. In *Marketing Letters*, Vol.12, No.1 In: BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.333 ISBN 978-80-224-1082-3

Tabuľka č.5 Ochota zaplatiť za lístky v hotovosti a kreditnou kartou

	Finálový basketbalový zápas NBA	Priemerný bejzbalový zápas
Hotovosť (priemer)	28,51	9,02
Kreditná karta (priemer)	60,64	15,92
Prémia na kreditnú kartu	+113 %	+76 %
Hotovosť (medián)	25,00	8,00
Kreditná karta (medián)	41,00	12,00

Zdroj: spracované autorom podľa PRELEC,D. and SIMESTER,,D.2001. Always Leave Home Without It: A Further Investigation of the Credit – Card Effect on Willingness to pay. In *Marketing Letters*, Vol.12, No.1 In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, str.333 ISBN 978-80-224-1082-3

Dobrým príkladom na mentálne účtovanie je aj fakt, že ľudia si často požičiavajú na spotrebných úveroch či na kreditné karty za vysoké úrokové sadzby a súčasne si sporia na bankovom účte z nízkou úrokovou sadzbou.

Charakteristický je i príklad gamblera. Je omnoho menej rozčúlený na konci večera, keď prišiel „iba“ o peniaze, ktoré v priebehu dňa vyhral, než v prípade, že by prišiel o peniaze, s ktorými začínal.

Pokračovanie.