

Seriál : O behaviorálnych financiách

(3.časť)

Reprezentatívnosť a dostupnosť informácií

Reprezentatívnosť je kognitívna odchýlka od racionálneho správania, spojená s vyhľadávaním vzorov. Vyhodnocovanie okolia je založené hlavne na klasifikácii objektov a následnom vyhľadávaní vzorov. Je to dané tým, že človek sa vyvinul v určitom prostredí a jeho mentálne mechanizmy najlepšie fungujú vtedy, keď sa stretávajú s vecami, ktoré do tohoto prostredia bezprostredne patria. Napríklad im nerobí problém rozoznávať tváre ľudí, analyzovať ich správanie na základe verbálnej či neverbálnej komunikácie a pod. Výraz tváre, gestá, mimika, hlas, sociálne správanie – to sú znaky, na základe ktorých vie charakterizovať osoby a odlíšiť ich od iných¹.

Finančné trhy však fungujú na iných princípoch, než je sociálne prostredie bežných ľudí, alebo prírodné prostredie. Ľudia v bežnom živote uprednostňujú jednoznačné situácie typu „áno – nie“. Na finančných trhoch sú takéto situácie nahradené pravdepodobnostnými výsledkami. Snahou ľudí je ale spracovávať a interpretovať informácie z finančných trhov takými istými mechanizmami, akými ich vybavila evolúcia. Často sa však stáva, že sa nová informácia iba podobá vzoru, ktorý v pamäti máme zafixovaný. Nesprávna klasifikácia takejto informácie sa potom prejaví v chybnnej analýze, nepochopení podstaty problému a v zlom rozhodnutí. Reprezentatívnosť je teda taká kognitívna odchýlka od racionality, v dôsledku ktorej ľudia spracúvajú pravdepodobné udalosti pomocou približných a často zjednodušených pravidiel. Často pritom uplatňujú selektívny výber informácií.

Javy, ktoré sa ľahko pamätajú, hlavne vďaka určitej výnimočnosti alebo veľkej viditeľnosti, sa vynárajú z pamäti človeka prednostne a ich výskyt je potom subjektívne pociťovaný ako častejší než ten skutočný. Ľahká dostupnosť a aj emocionálne podfarbenie spôsobujú, že takéto javy sú potom v mysliach zafixované ako reprezentatívne pre celú skupinu javov, nielen pre konkrétnu situáciu.

Reprezentatívnosť sa na finančných trhoch prejavuje hlavne v týchto formách:

¹ BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

a.) Malá posudzovaná a porovnávaná vzorka

Prejavuje sa spravidla tak, že pri posudzovaní pravdepodobnosti nejakej vzorky ľudia vychádzajú z príliš malej vzorky potrebných údajov. Napríklad po prečítaní výročnej správy nejakého veľkého a známeho podniku majú pocit, že sú expertami na celé odvetvie. Špeciálnym prípadom tejto formy reprezentatívnosti je tzv. novosť. Prejavuje sa u investorov, ktorí prikladajú veľkú váhu čerstvým informáciám a zanedbávajú početnejšie a staršie informácie. Ide napríklad o informácie :

- Nové
- Atraktívne podané
- Zachytávajúce mimoriadne, resp. extrémne situácie
- Istým spôsobom rezonujú s názormi a postojmi investora.

Novšie správy sa v mysli vynárajú prednostne a preto sú dostupnejšie ako staré správy.

b.) Zanedbanie podstatných informácií²

„Pri posudzovaní určitej investície sa investor môže sústrediť len na jeden jej aspekt, ktorý sa mu vidí zaujímavý, no zanedbá ostatné aspekty, ktoré sú v konečnom dôsledku významnejšie. Investor môže byť napríklad averzný k riziku a zvolí si investíciu do termínovaného vkladu, lebo mu poskytuje pocit bezpečne uloženého kapitálu. Investor však zanedbá skutočnosť, že napr. miera inflácie v danom roku bola vyššia ako úroky z vkladu a jeho kapitál sa teda vlastne znehodnotí.

Pri investovaní do podielového fondu významnejšou informáciou ako to, že sa jedná o akciový fond, sa môže stať napríklad informácia o mene, v ktorej je fond denominovaný, lebo kurzové riziká môžu prevýšiť riziká, vyplývajúce z akciového trhu.“

c.) Dostupnosť

Osobitným príkladom reprezentatívnosti je tzv. dostupnosť. Ide o jav, kedy investori prikladajú najväčšiu váhu informáciám, ktoré sú v ich pamäti „dostupné“, alebo sa dajú rýchlo vyvolať.

² BALÁŽ, V. 2008. Reprezentatívnosť. In: *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 43

Klasickým príkladom dostupnosti je strach z lietania. Takmer každá letecká katastrofa je v médiách podrobne popisovaná a ak pri nej zahynie viacej osôb, tak je aj obsiahlo a dlhodobo komentovaná. V dôsledku toho je lietadlo považované za nebezpečný dopravný prostriedok. Pritom je všeobecne známe, že na cestách pri automobilových nehodách zahynie neporovnateľne viac ľudí.

Na finančných trhoch sa dostupnosť prejavuje podobne.

Len minimálna časť investorov je schopná ísť na valné zhromaždenie, alebo podrobne študovať výročné správy a účtovné závierky. Väčšina sa uspokojí so správami z médií.

Vhodným spôsobom prezentované informácie vzbudzujú u investorov pocit informovanosti. Ilúzia poznatkov vyústi do nadmernej sebadôvery, keď šikovne napísaný článok urobí z laika naslovo vzatého odborníka.

Traja profesori z univerzity v Richmonde (Virgina, USA), Tom Arnold, John Earl a David North preskúmali najdôležitejšie americké týždenníky a dvojtýždenníky Business Week, Fortune a Forbes, ktoré majú najväčší podiel na relevantnom trhu ekonomických periodík v USA³. Vylúčili denníky, ktoré uverejňujú hlavne spravodajstvo a takmer žiadne analytické materiály a tiež mesačníky, ktoré reagujú s istým oneskorením. Skúmali články za obdobie 1983 – 2002. Predmetom hodnotenia sa stalo 593 správ o 549 spoločnostiach. Väčšina článkov bola ladená pozitívne (64 %), negatívne články boli v zjavnej menšine (18 %), ostatné články boli viac – menej neutrálne.

Správy rozdelili do piatich kategórií :

1. Veľmi pozitívne správy – firma niečo dokázala, je vysoko zisková
2. Pozitívne správy – firma sa chystá urobiť niečo nové
3. Neutrálne znejúce správy
4. Negatívne správy, ktoré však naznačujú možný pozitívny zvrat vo vývoji
5. Veľmi negatívne správy, zlý výkon, resp. škandál vo firme, ktorý bude mať negatívne pokračovanie.

Prieskum si všímal výkony firiem 24 mesiacov pred a po uverejnení publikovaných článkov.

³spracované podľa BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Údaje z prieskumu poskytujú zaujímavý pohľad na ľudské správanie. Ľudia milujú výnimočné veci, najmä tie, ktoré sa stali nedávno. Všedné a opakujúce sa javy sice ľudia evidujú, ale neprikladajú im väčší význam.

Konkrétnym výsledkom prieskumu o.i. bolo :

1. Akcie firiem z prvej kategórie, ktoré médiá najviac chválili, mali počas 24 mesiacov po publikovaní informácií len o 4,2 % lepší výkon ako priemer
2. Akcie firiem z piatej kategórie mali počas nasledujúcich 24 mesiacov výkon lepší až o 12,4 %

Výsledkom teda je, zjednodušene povedané, že kto stavil na minulého víťaza, zarobil mierne, kto na minulého porazeného, zarobil takmer trojnásobne viac.

Potvrdilo sa, že periodiká sa zameriavajú najmä na úspešných ľudí a ich biznis. Okrem toho písanie negatívnych informácií je vždy spojené s rizikom, že dotknutá strana noviny zažaluje za poškodzovanie povesti. Platí, že na dobrý imidž sa nesťažuje nikto.

Obľúbenci médií majú v krátkodobom výhľade o niečo lepší výko ako priemer.

Do pozornosti novín i seriózných ekonomických časopisov sa dostávajú teda predovšetkým firmy s extrémne pozitívnym alebo extrémne negatívnym výkonom.

Trvá však určitý čas, kým si príslušné časopisy takýto vývoj všimnú. Potom na takýto jav reagujú s takým veľkým oneskorením, že keď o tomto jave napíšu, extrémny výkon sa už pravdepodobne blíži ku koncu. Preto tzv. čierna ovca môže byť dobrou investíciou vzhľadom na to, že keď sa o nej píše veľmi zle, je pravdepodobné, že už dosiahla svoje dno a na jej akciách sa bude dať dobre zarobiť. A v neposlednej miere, pozitívne orientované články môžu byť aj výsledkom pestovania dobrých vzťahov firiem s novinármi, čo je aj jednou z hlavných úloh dobre platených hovorcov najmä veľkých firiem. Podobne už spomínaní Brad Barber a Terrence Odean, profesori z kalifornskej univerzity, pôsobiaci vo viacerých finančných spoločnostiach, ilustrujú efekt dostupnosti v práci „Nie je všetko zlato, čo sa blyští“ a vplyv noviniek na správanie sa individuálnych a inštitucionálnych investorov v práci *The Effects of Attention and news on the Buying Behavior of individual and Institutional Investors*, 2006.

Skúmali údaje, získané zo štyroch relatívne odlišných zdrojov. Prvým z nich, kde bol najviac klientov, bola veľká investičná banka, v tabuľke označená ako IB, s komplexnými investičnými službami.

Okrem cenných papierov ponúkala aj pôžičky, vedenie účtov a ďalšie služby. Využívali ich najmä príslušníci strednej vrstvy. Dá sa preto dôvodne predpokladať, že títo investori majú relatívne najmenej vedomostí o fungovaní finančných trhov.

Druhou skupinou boli veľkí brokeri, špecializujúci sa na obchod s cennými papiermi. Ponúkali veľký výber emisií pre radových klientov za relatívne nízke ceny. Klientami boli podľa ich vyjadrenia domácnosti zo strednej a vyššej vrstvy, ktorí nakupujú štandardné produkty spravidla po doporčení finančným poradcom. V skúmanej vzorke ich bolo viac ako 60 tisíc.

Tretou skupinou boli malí brokeri, ponúkajúci emisie len v rámci určitého odvetvia, či regiónu. Ich výhodou však bola kvalitnejšia analýza a detailnejšie investičné odporúčania. Vzorku tvorili sofistikovanejší investori, ktorí obchodujú častejšie. Ich počet bol takmer 15 tisíc. Posledným zdrojom bola konzultačná firma, analyzujúca obchody profesionálnych brokerov.

Údaje za inštitucionálnych investorov sú sice skôr ilustratívne, ale ako vieme, robia na trhu podstatne väčší obrat ako individuálni investori⁴.

V tabuľke sú uvedené nepomery obchodov u uvedených typov investorov v dňoch podľa toho, či sa v médiách objavilo viac správ o finančných trhoch a podľa toho, či sa jednalo o pozitívny, alebo negatívny výnos. Objem obchodov bol vypočítaný ako podiel bežného objemu v daný deň a priemerného objemu za predchádzajúcich 252 obchodných dní (t.j. počas obchodného roka). Nepomer je vypočítaný ako (kúpa – predaj) / (kúpa + predaj) a je uvedený v percentách.

V prípade, že sa kúpa rovnala predaju, nie je žiadny nepomer a výsledok sa rovná nule.

Ak je výsledné percento kladné, kúpa prevýšila predaj a údaj vyjadruje relatívne prevýšenie pokynov na kúpu nad pokynmi na predaj. Pri zápornej hodnote prevažujú pokyny na predaj nad pokynmi na kúpu.

Pre lepšiu prehľadnosť uvádzam len počty obchodov (pri objemoch obchodov bol trend veľmi podobný). U individuálnych investorov je počet obchodov (v tabuľke č.4) podstatne vyšší v dňoch, keď sa vyskytnú v médiách nejaké správy o príslušných emisiách, než v dňoch, keď správy nie sú. (Autori uviedli, že v priemerný obchodný deň nie sú žiadne správy o 92 percentách akcií, podchytených v systéme Dow Jones News). Ide o klientov, ktorí majú relatívne najmenej informácií o fungovaní finančných trhov. Postupne sa tento nepomer znižuje a nakoniec u inštitucionálnych klientov je nepomer medzi predajmi

⁴ Spracované podľa BALÁŽ, V. 2008. Dostupnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 47

a nákupmi najnižší, podstatne nižší než u ostatných investorov.

Najväčší nepomer sa objavuje u klientov Investičnej banky v dňoch s negatívnym výnosom (15,59 a -3,38).

Tento jav si môžeme vysvetliť tak, že najmenej sofistikovaní investori pri poklesoch cien predávajú tie akcie, ktoré im už zarobili, a držia tie akcie, na ktorých zatiaľ iba prerobili.

Ide vlastne o ďalšiu odchýlku od racionality : neochotu priznať si stratu (disposition effect) .

Tabuľka č.4

Vyjadrenie pomeru medzi kúpou a predajom akcií podľa typu investora a podľa správ v danom dni

	Klienti investičnej banky Počet obchodov	Veľkí brokeri Počet obchodov	Malí brokeri Počet obchodov	Inštitucionálni investori Počet obchodov
Všetky dni				
Správy	16,17	9,35	6,76	6,21
Bez správ	- 1,84	2,70	-0,66	7,26
Dni s kladným výnosom				
Správy	14,07	2,74	1,14	7,80
Bez správ	1,76	2,51	-4,49	8,95
Dni so záporným výnosom				
Správy	15,59	17,39	13,77	4,72
Bez správ	-3,85	8,86	4,35	5,58
Dni s nulovým výnosom				
Správy	- 0,44	1,41	1,58	5,21
Bez správ	-14,49	-0,95	-3,27	8,36

Spracované autorom podľa BARBER, B.B.- ODEAN, T. 2006. All that Glitters: The Effects of Attention and news on the Buying Behavior of individual and Institutional Investors In *EFA Moscow Meetings Paper* November 2006. In: BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Teda výsledkom tohoto priskumu môže byť aj záver, že najnovšie správy zaujímajú omnoho viac neskúsených investorov ako profesionálov. Amatérski investori omnoho častejšie zadávajú pokyn na nákup, resp. predaj vtedy, keď sa vyskytne na trhu nejaká správa o emisii v ich portfóliu. Ak je správa pozitívna, emisiu kupujú, ak negatívna,

predávajú. Profesionálni investori sú v obchodoch predsa len zdržanlivejší. Dostupnosť ako odchýlka od racionality sa spravidla prejavuje v týchto formách⁵:

- **Novosť.**

Prejavuje sa v tom, že ľudia prikladajú väčší význam nedávnym udalostiam a pozorovaniam ako tým, ktoré sa udiali už dávnejšie. Je vlastnosťou ľudskej pamäti, že posledné prijaté informácie sú najľahšie dostupné a ich význam ľudská myseľ nadhodnocuje oproti informáciám staršieho dáta.

V investičnej praxi je častým javom posudzovanie výkonnosti investície podľa najnovších údajov. Často sa zabúda na dôležité faktory ako sú cyklický charakter výnosov, vplyv krátkodobých politických udalostí na ceny finančných nástrojov a pod.

No investičné aktíva môžu byť, ako sa často stáva, nadhodnotené nad svoje fundamentálne hodnoty. Naháňanie rýchlych a hlavne bezpracných ziskov je však pravdepodobne pevne zabudované v ľudskej povahe. Preto asi náhle a vysoké pohyby cien sú pre investorov osobitne atraktívne. Pre investorov, spoliehajúcim sa na svoju krátku pamäť, platí potom úvaha, že trend zo včera sa bude opakovať aj zajtra.

- **Prístupnosť .**

Fakty a predstavy, ktoré sú v mozgu pohotovo prístupné, sa vynárajú ako prvé a prikladá sa im najväčšia dôveryhodnosť. Investori reagujú na informácie z médií, najmä ak sú prezentované pútavo, vystupujú v nich známe osoby, alebo firmy. Údaje sú publikované tak, aby im ľudia čo možno najlepšie rozumeli. Takéto informácie sú spravidla ľahko prístupné a sú považované za dôveryhodné.

- **Kategorizácia.**

Ľudský mozog sa snaží všetky prijaté informácie nejakým spôsobom kategorizovať. Často je však takáto kategorizácia založená na automatických asociáciách a preferenciách, len zriedkavo na podrobnejšej analýze, alebo logickom úsudku. Napríklad ak je niekto presvedčený, že americké firmy sú lepšie ako európske, s veľkou pravdepodobnosťou bude ignorovať potenciálne zaujímavé investičné príležitosti na európskom kontinente.

⁵Spracované s použitím BALÁŽ, V. 2008. Dostupnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 47

- **Rezonancia.**

Ak niektoré nové informácie, alebo obchodné príležitosti rezonujú s názormi, skúsenosťami a zvykmi investora, bude im daná väčšia priorita pri rozhodovaní. Ak niekto uprednostňuje napr. luxusné produkty vo svojom osobnom živote, častejšie potom uprednostňuje investovanie do výroby podobných produktov než napríklad do spracovania dreva.

- **Úzky uhol pohľadu.**

Ľudia v mnohých prípadoch posudzujú komplexné problémy z úzkeho pohľadu a na základe vlastných skúseností z často úzko ohraničenej oblasti hospodárskeho života.

Preto napríklad manažér, pracujúci v prosperujúcej stavebnej firme, bude považovať investície do tohoto odvetvia za lepšie ako investície do iných odvetví len preto, lebo s inými odvetviami nemá obyčajne žiadne skúsenosti.

Na základe uvedeného by sa mali všetci investori zamyslieť nad skutočnou hodnotou správ v médiách a aj nad širším rámcom daných udalostí. Najmä o to, či nejde o výnimočný jav, spojený s konkrétnymi aktívami. No a na základe dlhodobých trendov posúdiť význam novej informácie, publikovanej v médiách.

1.5. Kompetentnosť a familiárnosť, home bias, ilúzia kontroly

V literatúre sa niekedy zamieňajú pojmy riziko a neistota. Riziko je charakteristické pre situácie, kde je rozdelenie pravdepodobnosti známe. Nevieme, aký výsledok bude nejaké rozhodnutie mať, ale vieme povedať, s akou pravdepodobnosťou sa dostaví určitý

výsledok. Typickým príkladom rozhodovania za podmienok rizika je hod kockou alebo kúpa žrebu do lotérie. Nevieme predvídať, či nám pri hode kockou padne jednotka alebo trojka, vieme však povedať, že pravdepodobnosť každého výsledku je jedna ku šiestim.

Neistota je charakteristická pre situácie, keď rozdelenie pravdepodobnosti nepoznáme.

Typickým príkladom rozhodovania za podmienok neistoty je odhadovanie výnosov z finančných produktov, alebo usudzovanie o vývoji ekonomických a politických udalostí.

Pri odhadovaní výnosov z finančných nástrojov sa môžeme oprieť o historické výnosy a domnievať sa, že vzory rozdelenia výnosov v budúcnosti budú podobné tým minulým.

Nikdy však nemôžeme dopredu vedieť, či tomu bude naozaj tak. Preto všetky propagačné

materiály finančných produktov odkazujú na skutočnosť, že minulé výnosy nie sú zárukou budúcich. Prakticky všetky rozhodnutia na finančných trhoch sa dejú za podmienok neistoty. Z hľadiska bohatosti a dostupnosti informácií uľahčujúcich rozhodovanie môžeme charakterizovať rozličné stupne neistoty. V prípade bohatých a dostupných informácií o minulom vývoji bude naše rozhodnutie prijaté za podmienok nižšej neistoty ako v prípade, že o výskyte určitého javu nevieme takmer nič. Vo všeobecnosti platí, že dostatok informácií a ich dostupnosť zvyšuje pocit kompetentnosti a tým aj ochotu rozhodovať a riskovať. Pod pojmom „dostupnosť“ (availability) sa v behaviorálnej ekonómii nerozumie len fyzická blízkosť informácií, ale aj ich zrozumiteľnosť, prístupnosť formy a súzvuk s predstavami a očakávaniami daného človeka. Ľudia si selektívne vyberajú najmä také informácie, ktoré sú im zrozumiteľné a rezonujú s ich postojmi a názormi.

V prípade, že je informácií nedostatok, alebo je pocit kompetentnosti nízky, rastie pocit odporu rozhodovať za podmienok neistoty (tzv. ambiguity aversion). Ak sú ľudia nútení za takýchto okolností rozhodnúť, požadujú za to vyššiu rizikovú prémie, často až nerealisticky vysokú. Typickým príkladom odporu voči neistote pri finančných rozhodnutiach je investovanie do relatívne málo známych produktov. Investori uprednostňujú produkty, ktoré dobre poznajú (napríklad termínované vklady) nielen preto, že sú tzv. bezrizikové, ale aj preto, lebo s nimi majú dostatok skúseností.

Pri prvých pokusoch investovať do akcií sa domnievajú, že im tieto produkty musia doniesť minimálne dvojciferný výnos, aj keď dlhodobý ročný priemerný nominálny výnos na európskych trhoch je 7 – 8 %. Sklamanie z podľa nich nízkeho výnosu ich potom odrádza od ďalšieho investovania.

Špecifickým prejavom odporu voči neistote na finančných trhoch je tzv. home bias (tendencia investorov preferovať domáce aktíva)⁶. Domáce aktíva považujú investori za dôvernejšie známe, ako aktíva zahraničné. Pocit kompetentnosti ohľadne domácich aktív je však štatistickou ilúziou. Priemerný podielový fond sa skladá z mnohých emisií a je takmer vylúčené, aby radový investor mal nadštandardné informácie o väčšine z nich. Z tohto pohľadu nie je vlastne dôležité, či sú v portfóliu takéhoto fondu domáce alebo zahraničné aktíva. Miera ich poznania sa z hľadiska priemerného investora prakticky nelíši. Čo však dôležité je, je stupeň diverzifikácie. Čím je menší geografický alebo odvetvový segment trhu, ktorý fond zachytáva, tým vyššia je volatilita výnosov tohto portfólia. Najmä ak sa

⁶ BALÁŽ, V. 2005 Behaviorálne financie za hranicou zdravého rozumu, In *Zborník z konferencie Kolektívne investovanie na Slovensku 2005*, Bratislava: SASS 2005, ISBN nepridelené

investor sústredí na okrajové kapitálové trhy (typické pre strednú a východnú Európu), vystavuje sa nebezpečenstvu suboptimálneho pomeru rizika (meraného štandardnou odchýlkou) a výnosu. Preferovanie domácich aktív teda nie je nič iné, ako druh „ilúzie kontroly“. Domáce aktíva sa zdajú investorom známejšie a teda aj predvídateľnejšie ako cudzie. Známe veci sú preferované pred neznámymi a ľudia majú optimistickejšie očakávania ohľadne ich vývoja.

Čím menej má niekto skúseností s fungovaním finančných trhov a čím vyššia je jeho averzia voči neistote, tým viac bude preferovať investície do teritórií, o ktorých si myslí, že niečo vie. Na druhej strane investori s vyšším vzdelaním a väčšími skúsenosťami budú otvorenejší voči investíciám do iných teritórií. Výskum Andersa Karlssona a Larsa Nordena (2008)⁷ na vzorke 15 tisíc respondentov vo Švédsku napríklad preukázal, že do zahraničných aktív vo švédskych dôchodkových fondov investujú predovšetkým jedinci s vyšším objemom majetku, podnikatelia, skúsenejší investori a osoby s vyššou toleranciou rizík. Naopak, typickým kandidátom na home bias je chudobnejší a starší štátny zamestnanec, ktorý nemá veľa skúseností s rizikovými investíciami. K veľmi podobným záverom došli aj Vladyslav Kyrychenko a Pauline Shum (2009)⁸ ktorí analyzovali správanie 4500 amerických domácností v americkom prieskume spotrebiteľských financií (Survey of Consumer Finance, SCF). Aj v USA do zahraničných aktív investoval vo väčšej miere domácnosti, kde žiteľ mal vyššie vzdelanie, vyšší príjem, nadpriemerné skúsenosti s investovaním a vyššiu toleranciu rizík.

Home bias však nie je vlastný len drobným investorom, ale aj investičným profesionálom. Napríklad japonskí výskumníci Takato Hiraki, Akitoshi Ito a Fumiaki Kuroki (2003) vykonali analýzu podielových fondov v japonskom a zahraničnom vlastníctve, ktoré investovali do cenných papierov kótovaných na tokijskej burze cenných papierov v rokoch 1985-1998. Na burze sa obchodujú stovky spoločností. Niektoré sú veľké japonské firmy, ktorých produkcia je určená predovšetkým na export (napríklad Honda, Toyota, Nissan). Na burze je však kótovaných aj veľa stredne veľkých japonských firiem, ktoré vyrábajú

⁷ KARLSSON,A. – NORDEN,L. 2008. Home Sweet Home: Home Bias and International Diversification among Individual Investors, In *Journal of Banking and Finance*, 2008. Ročník 31, číslo 2, s. 317-333 2008. In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

⁸ KYRYCHENKO,V. – SHUMB,P. 2009. Who holds foreign stocks and bonds? Characteristics of active investors in foreign securities, In *Financial Services Review*, 2009, Ročník 18, s. 1–21 ,In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

predovšetkým pre domáci trh. Hiraki et al (2003) zistili, že domáci manažéri vo väčšej miere investovali do stredne veľkých firiem orientovaných na japonský trh, kým zahraniční uprednostňovali veľké japonské firmy, orientované exportmi na medzinárodné trhy. Domáci manažéri mali vyšší pocit kompetentnosti pre domáce trhy, kým zahraniční pre globálne. O všeobecnej rozšírenosti „home bias“ svedčí aj analýza „What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide“ (Chan 2005)⁹ publikovaná v časopise *Journal of Finance* v roku 2005. Analýza vychádzala z databázy Thompson Financial Securities, ktorá zachytáva vyše 20 tisíc akciových podielových fondov domicilovaných v 26 krajinách sveta a investujúcich na 48 akciových trhoch sveta. Výsledky analýzy preukázali, že teritoriálna štruktúra investícií podielových fondov je v rozpore s princípmi racionálnej diverzifikácie portfólia. Napríklad USA v roku 2000 generovali 46,9 % svetovej trhovej kapitalizácie, ale americké fondy vkladali do amerických akcií 85,7 % svojich portfólií, teda dvojnásobok odporúčanej alokácie. Ešte viditeľnejší bol home bias v krajinách s malými kapitálovými trhmi. Napríklad Fínska burza cenných papierov vytvárala v tom istom roku necelé 1 % svetovej trhovej kapitalizácie, ale fínske akciové podielové fondy investovali do domácich akcií vyše 45,7% objemu portfólií. Ešte vypuklejší prípad predstavovala Grécko. Burza v Aténach generovala len 0,5 % svetovej trhovej kapitalizácie, ale 93,5 % investícií gréckych podielových fondov smerovalo do domácich akcií. Príklady z celého sveta demonštrujú, že aj profesionálni investori z dôvodu odporu voči neistote a pocitu kompetentnosti výrazne nadhodnocujú význam domácich aktív napriek tomu, že majú príslušné vzdelanie a vedomosti o ceňovaní a diverzifikácii kapitálových aktív. Preferovanie domácich aktív má svoj pôvod v spôsoboch, akými ľudia analyzujú informácie z vonkajšieho sveta. Konfrontácia s úplne novými vecami celkom prirodzene generuje pocit neistoty. U jednotlivca s nízkou toleranciou rizík vzniká pocit averzie voči neistote. Nadpriemernú a vysokú toleranciu rizík vykazuje len malá časť populácie vo všetkých krajinách sveta. Je preto normálne, že väčšina ľudí odmieta vložiť svoje úspory do produktov a teritórií, ktorým nerozumejú. Je však nesprávne, keď ich vkladajú do produktov a trhov, o ktorých majú obyčajne falošný pocit kompetentnosti. Koncentráciou investícií do domácich aktív sa najmä obyvatelia malých krajín pripravujú o výhody diverzifikácie a alokujú do malých a

⁹ CHAN, K., - COVRING, V., - Nug, L. 2005, „What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias ? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide“ In *Journal of Finance*, Ročník LX, In: BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

nelikvidných trhov podstatne viac investícií, ako je správne z hľadiska teórie diverzifikácie portfólia. Pre túto ilúziu kontroly existuje viacero vysvetlení, ktoré sa vzájomne dopĺňajú:

- ľudia preferujú známe veci pred neznámymi.
- sú presvedčení o lepšej znalosti domácich aktív a myslia si, že môžu lepšie predvídať výnosy z nich.
- majú optimistickejší názor na tie veci, o ktorých si myslia, že ich môžu ovplyvniť.

Pocit kompetentnosti je u investorov spojený s familiárnosťou. Familiárnosť sa môže prejaviť v nadmernej koncentrácii investícií do určitého odvetvia alebo regiónu. Tým sa slabuje potenciál diverzifikácie aktív a stúpa riziko, že fluktuácie na preferovanom trhu ohrozia výnos z celého portfólia. Investovanie na kapitálovom trhu je však o pravdepodobnosti. A tento trh je taký veľký a komplikovaný, že nie je v silách žiadneho jedinca ani finančnej inštitúcie ho kontrolovať.

(Pokračovanie)