

Ing. Michal Slovák
Národohospodárska fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave

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

Behaviorálne financie dnes.

7.časť

Implementácia behaviorálnych financií.

V tejto časti sme sa nechali inšpirovať prácou Pompiana a Longa z roku 2005¹, ktorá sa zaoberá implementáciou behaviorálnych financií do praxe. Zameriame sa na skúmanie hypotetického prípadu investičného poradenstva a položíme si tri kľúčové otázky:

- Ako môžu odchýlky od racionality ovplyvniť portfólio investora?
- Mal by sa poradca snažiť stlmiť tieto odchýlky alebo prispôbiť sa im?
- Aké je najlepšie portfólio pre každého z investorov?

V predchádzajúcich častiach sme si uviedli príklady negatívneho dopadu niektorých odchýlok od racionality a podobne budeme pokračovať aj v prípadovej štúdii. Komplexný obraz o sklone investora k tej ktorej odchýlke možno dosiahnuť prostredníctvom testov, ktoré pozostávajú z podobných otázok aké uvádzame v predchádzajúcich kapitolách.

Kahneman a Riepe² uvádzajú vyčerpávajúcu definíciu finančného poradenstva: „Finančné poradenstvo je normatívna aktivita, ktorej úlohou je naviesť investorov k rozhodnutiam, ktoré budú čo najlepšiu zodpovedať ich záujmu. Aby poradcovia mohli poradiť čo najefektívnejšie, musia byť vedený presným obrazom emočných a kognitívnych slabostí investora, ktoré súvisia s jeho finančným správaním.“ Otázka, či by sa mal poradca snažiť potlačiť tieto odchýlky alebo sa im prispôbiť vychádza podľa Pompiana

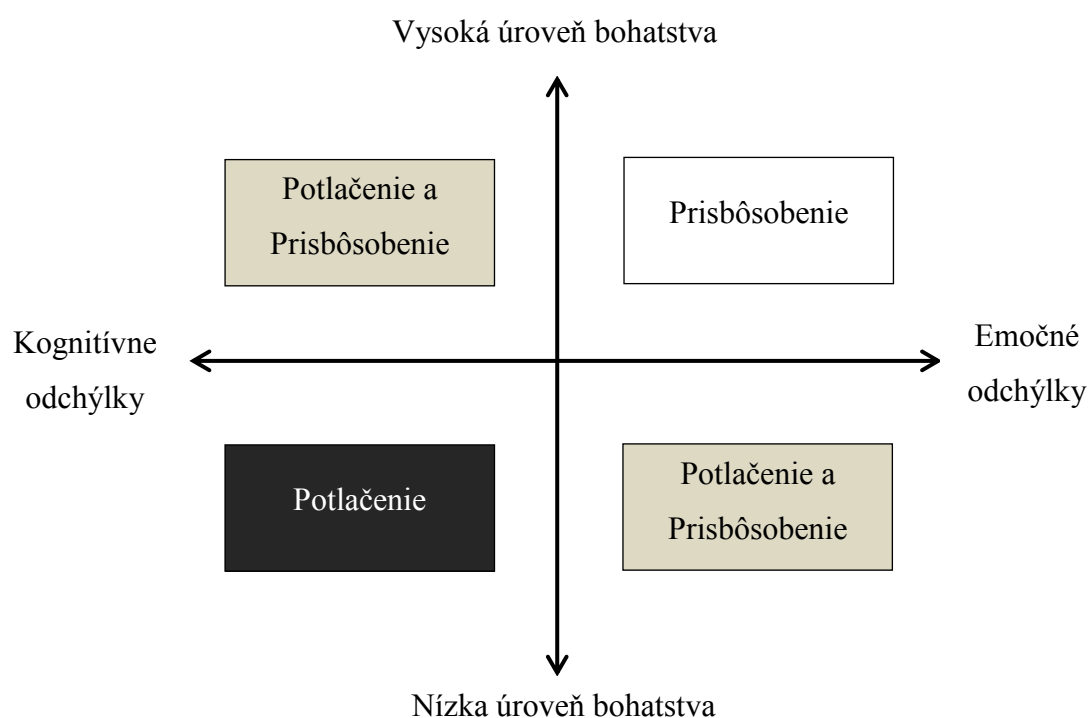
¹ Pompian, M.M., Longo, J.M., 2005, *Incorporating Behavioral Finance into Your Practice*, [online]. [cit. 2015.4.10.]. Dostupné na internete: <

<http://www.dartmouth.edu/~lusardiworkshop/Papers/FPA%20BEHAVIORAL%20BIAS%20PAPER.pdf>>

² Kahneman, D., Riepe, M.W., 1998, *Aspects of Investor Psychology*, Journal of Portfolio Management, Vol. 24 No. 4, 1998, s. 52-65, ISSN 1095-4918, s. 52

a Longa³ z dvoch kľúčových faktorov. Prvým faktorom je bohatstvo investora, podľa autorov by sa mal poradca prispôbiť bohatšiemu investorovi a snažiť sa potlačiť odchýlky pri investoroch s menšími aktívami. Logikou je ohrozenie životnej úrovne klienta, ktorá je pri bohatých klientov veľmi nízka. Druhým faktorom je charakter odchýlok od racionality. Pokiaľ prevládajú kognitívne odchýlky, poradca by sa ich mal snažiť potlačiť nakoľko vysvetlenie a poskytnutie komplexných informácií môže investorove kognitívne odchýlky minimalizovať. Na druhej strane emočné odchýlky najviac súvisia s povahou a impulzivitou investora a len veľmi ťažko ich možno ovplyvniť. Schéma ilustruje princípy prispôsobenia alebo potlačenia odchýlok.

Schéma č.1. Ilustrácia prispôsobenia alebo potlačenia odchýlok



Zdroj: Pompian, M.M., Longo, J.M., 2005, *Incorporating Behavioral Finance into Your Practice*, s. 5

³ Pompian, M.M., Longo, J.M., 2005, *Incorporating Behavioral Finance into Your Practice*, [online]. [cit. 2015.4.10.]. Dostupné na internete: <
<http://www.dartmouth.edu/~lusardiworkshop/Papers/FPA%20BEHAVIORAL%20BIAS%20PAPER.pdf>>

Alokácia aktív, resp. kompozícia portfólia by teda mala podliehať charakteru investora a výške jeho bohatstva. Dizajn portfólia tak, aby reflektoval preferencie investora je kľúčovou úlohou investičného poradcu. Pompian a Long uvádzajú, že kým pre jedného investora môže najlepšie portfólio predstavovať dlhodobá investícia s nižšou návratnosťou s ktorou sa dokáže investor jednoducho identifikovať. Kým pre iného investora môže byť zloženie portfólia v rozpore s jeho osobnosťou za účelom maximalizácie návratnosti jeho investície.

Poradca teda nahrádza striktne racionálne portfólio, resp. mení jeho proporčné zloženie. Pompian⁴ bližšie rozoberá kvantitatívnu stránku alokácie aktív. Pri kompozícii portfólia poradca vychádza z prípustnej zmeny odchýlky od priemerného rozptylu optimálneho portfólia a jeho výnosnosti. Ak nedôjde k rozsiahlej konzultácii s klientom, kompozícia jednotlivých zložiek by sa nemala zmeniť o viac než 20%. Dôvodom je, že investičná politika vo všeobecnosti povoľuje zmenu proporcie aktív o 10% v oboch smeroch. Praktickou kompozíciou portfólia sa zaoberáme v nadchádzajúcej kapitole.

Prípadová štúdia – investor Peter

Investor Peter je ženatý, relatívne dobre informovaný investor, ktorý má dve malé deti. Peter má 30 rokov rovnako ako jeho manželka. Ich celkový ročný príjem je zhruba 40 000 €. Peter s manželkou si doposiaľ našetrili 70 000 € a dúfajú, že je to dostatočný základ na zabezpečenie vysokoškolského štúdia pre deti a neskôr aj dôchodku. Pracujete s týmto investorom už niekoľko rokov a každoročne im upravujete finančný plán týkajúci sa alokácie aktív. Posledný rok ste Petrovi navrhli vyvážené portfólio pozostávajúce z 60% akcií, 35% dlhopisov a 5% hotovosti. Avšak on sa rozhodol pre agresívnejšie portfólio. Tento rok ste navrhli identickú kompozíciu portfólia, ale Peter sa rozhoduje opäť pre agresívnejšiu stratégiu a alokáciu 80% akcií, 15% dlhopisov a 5% hotovosti.

Podobného správania sa dopúšťal často a preto usudzujete, že nasleduje trendy. Peter je ľahko ovplyvniteľný novými správami a často sa rozhoduje pre zmeny v kompozícii portfólia nakoľko sa domnieva, že pozná trhové trendy lepšie než väčšina investorov a dosiahne vyššiu výnosnosť. Avšak doposiaľ nebol so svojimi investičnými rozhodnutiami príliš úspešný. V súčasnosti sa domnievate, že Peter podľahol agresívnemu trendu investovania, nakoľko

⁴ 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. 45-46

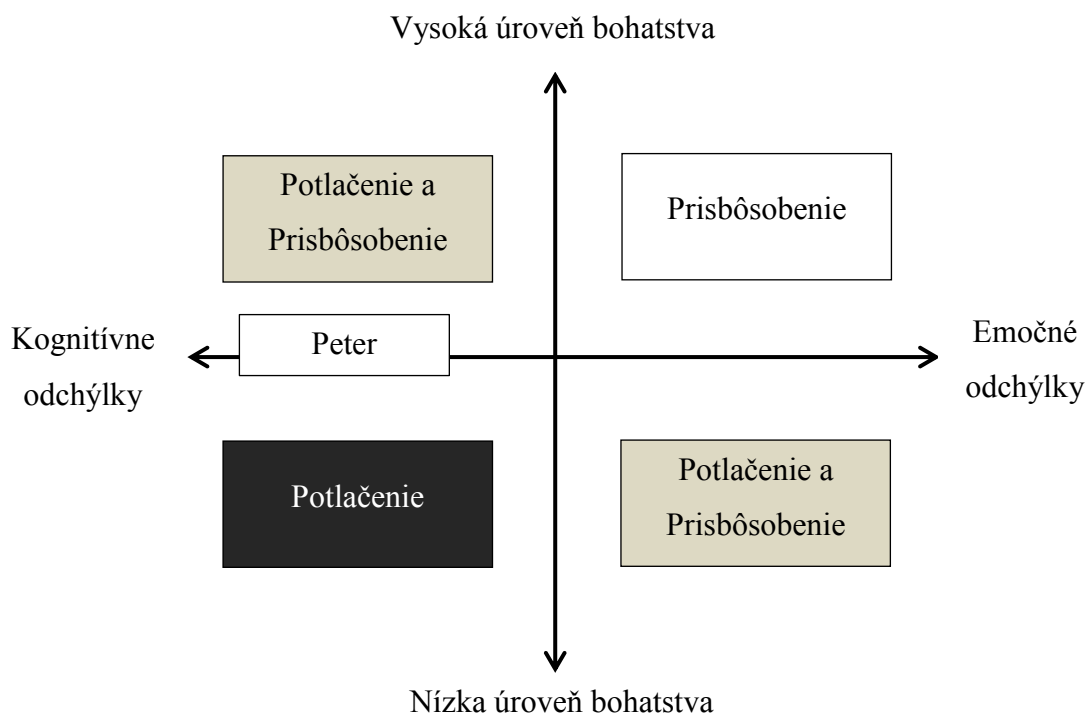
výnosnosť akcií dosiahla v predchádzajúcom roku vysoké hodnoty a spolieha sa, že tento trend bude pokračovať. Pre lepšie pochopenie jeho uvažovania sa rozhodnete pre test odchýlok od racionality a zistíte že Peter trpí:

- Nadmernou sebadôverou – domnieva sa, že je skúsenejší než väčšina investorov a je schopný ich prekonať.
- Odchýlkou dostupnosti – inklinuje k preceňovaniu významnosti nových správ, ktoré si ľahko vybaví.
- Odchýlkou ukotvenia – investor sa fixuje na vysokú návratnosť akcií sprzed minulého roka.

Kombinácia týchto odchýlok indikuje sklon investora veriť dlhodobú vysokú výkonnosť akcií. Peter vníma dlhopisy ako investíciu s výrazne nižšou návratnosťou oproti akciám. Táto dôvera sa odráža v preferencií akcií aj napriek ich relatívne vysokej volatilite.

Všetky odchýlky ktorými investor trpí sú kognitívnymi odchýlkami. Súčasne je Petrove bohatstvo relatívne malé a nemusí dostačovať na stanovené ciele. Z týchto faktorov možno usúdiť, že by sa mal poradca snažiť tlmieť Petrove odchýlky od racionality. Pozorovaný stav uvádzame aj v Schéme č. 2, ktorá nadväzuje na predošlú schému.

Schéma č. 2 – Prispôsobenie alebo potlačenie odchýlok v prípade Petra



Vlastné spracovanie podľa Pompian, M.M., Longo, J.M., 2005, *Incorporating Behavioral Finance into Your Practice*

Peter teda spadá v oboch faktoroch do kategórie investorov, pri ktorých je potrebné potlačiť odchýlky od racionality. Petrov poradca by sa mal snažiť ozrejmiť kognitívne odchýlky akých sa dopúšťa. V predchádzajúcich kapitolách sme uviedli mnohé štúdie, ktoré skúmajú odchýlky od racionality a ich negatívny dopad na rozhodnutia. Poradca by mal teda trvať na navrhnutej kompozícii optimálneho portfólia, nakoľko agresívnejšia kompozícia môže ohroziť úspory Petrovej rodiny.

Samozrejme postup poradcu, resp. ním navrhnutá alokácia aktív sa líši od konkrétneho investora. Napríklad investorovi s vysokým bohatstvom a sklonom k emočným odchýlkam od racionality by bolo potrebné upraviť portfólio tak aby viac odrážalo jeho charakter.

V súčasnosti sa používajú viaceré metódy finančného poradenstva, ktoré vychádzajú z podobných princípov ako vyššie uvedený príklad. Manažment odchýlok od racionality popísaný vyššie by mal viesť ku kvalitnejšiemu finančnému poradenstvu, nakoľko zohľadňuje psychologický profil investora. Odchýlky od racionality možno zistiť prostredníctvom podobných testových otázok, aké sme prezentovali v predošlých kapitolách alebo prostredníctvom povahových testov ako MBTI. Inovatívny prístup finančného poradenstva zohľadňujúci povahu klienta považujeme za krok k prirodzenejšiemu a efektívnejšiemu poradenstvu.

Použitá literatúra

Baláž, V., 2009, *Riziko a neistota, Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, VEDA, 2009, 451 s., ISBN 9788022410823

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

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

Barber, B.M., Odean, T., 2008, *All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors*, Review of Financial Studies, Vol. 21, N. 2, s. 785-818, ISSN 1465-7368

Benartzi, S., Thaler, R., 1995, *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, 1995, s. 73-92, ISSN 1531-1650

Clarke, R. G., Statman, M., 2000, *The DJIA crossed 652,230*, Journal of Portfolio Management, Vol. 26, No. 2, 2000, s. 89-92, ISSN 0095-4918

Cootner, P.H., 1964, *The Random Character of Stock Market Prices*, The Journal of Business, Vol. 39, No. 4., 1966, s. 532-535, ISSN 00219398

Fama, E., 1991, *Efficient Capital Markets: II*, The Journal of Finance, Vol. 66, N. 5, 1991, s. 1575-1617, ISSN 0022-1082

Fang, L., Peress, J., 2009, *Media Coverage and the Cross-Section of Stock Returns*, The Journal of Finance, Vol. 64, N. 5, s. 2023–2052, 2009, ISSN 0022-1082

Fisher, K.L., Statman, M., 1999, *A Behavioral Framework for Time Diversification*, Financial Analysts Journal, Vol. 55, N. 3, 1999, s. 88-97, ISSN 0015-198X

Haug, M., Hirschley, M., 2006, *The January Effect*, Financial Analysts Journal, Vol. 62, No. 5, s. 78-88, 2006, ISSN 0015-198X

Ivanová-Šalingová, M., Maníkova, Z., 1983, *Slovík cudzích slov*, Bratislava, Slovenské pedagogické nakladateľstvo, 1983, 2. Vydanie, 944 s.

Jacobs, B.I., Levy, K. N, 1988, *Calendar Anomalies: Abnormal Returns at Calendar Turning Points*, Financial Analysts Journal, Vol. 44, No. 6., 1988, s. 28-39, ISSN 0015-198X

Kahneman D., Tversky A., 1979, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, Econometrica, Vol. 47, No. 2., s. 263-292, ISSN 00129682

Kahneman, D., 2012, *Myšlení rychlé a pomalé*, Jan Melvil publishing, 2012, 544 s., ISBN 9788087270424

Kahneman, D., Riepe, M.W., 1998, *Aspects of Investor Psychology*, Journal of Portfolio Management, Vol. 24 No. 4, 1998, s. 52-65, ISSN 1095-4918

Kahneman, D., Tversky, A., 1972, *Subjective probability: a judgement of representativeness*, Cognitive Psychology, Vol. 3, s 430-454, ISSN 0010-0285

Kahneman, D., Tversky, A., 1982, *On the study of statistical intuitions*, Cognition, Vol. 11, N. 2, 1982, s. 123–141, ISSN 0010-0277

Kıyılar, M., Acar, O., 2009, *Behavioral finance and the study of irrational financial choices of credit card users*, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 11(1), 2009, s. 457-468, ISSN 1454-9409

Kolektív autorov, 2003, *Krátky slovník slovenského jazyka*, Bratislava, Veda, 2003, 945 s., ISBN 802240750X

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

MaCurdy, T., Shoven, J., 1992, *Accumulating Pension Wealth with Stocks and Bonds*, Stanford University Working Paper, 1992

Malkiel, B.G., 2007, *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton & Company; 9. Edícia, 2007, 464 s., ISBN 0393330338

Medin, D.L., Ross, B.H., 1997, *Cognitive Psychology*, Fort Worth, TX, Harcourt Brace College Publishers, 2. ed., 1997, 600 s., ISBN 015502843X

Mehra, R., Prescott, E.C., 1985, *The Equity Premium A Puzzle*, Journal of Monetary Economics 15, 1985, s. 145-161, ISSN 0304-3932

Northcroft, G.B., Neale, M.A., 1987, *Experts, amateurs, and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions*, Organizational Behavior and Human Decision Processes, Vol. 39, N. 1, 1987, s. 84-97, ISSN 0749-5978

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

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

Rozeff, M.S., Kinney, W.R., 1976, *Capital Market Seasonality: The case of Stock Return*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, 1976, s. 379-402, ISSN 0304-405X

Samuelson, P., 1965, *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, Industrial Management Review 6, 1965, s. 41–49, ISSN 0884-8211

Shefrin, H., 2002, *Beyond greed and fear*, New York, Oxford University Press, 2002, 368 s., ISBN 0195161211

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

Schulmerich, M., Leporcher, Y.M., Eu, Ch.H., 2015, *Applied Asset and Risk Management*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2015, 476 s., ISBN 978-3-642-55443-8

Siegel, J.J., Thaler, R.H., 1997, *Anomalies: The Equity Premium Puzzle*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 1., 1997, s. 191-200, ISSN 0895-3309

Simon, H.A., 1987, *Making Management Decisions: The Role of Intuition and Emotion*, The Academy of Management Executive (1987-1989), Vol. 1, No. 1, 1987, s. 57-64, ISSN 0896-3789

Skinner, B.F., 1965, *Science and Human Behavior*, Free Press; New impression edition, 461 s., ISBN 0029290406

Smith, A., 2012, *The Theory of Moral Sentiments*, Courier Corporation, 2012, 368 s., ISBN 0486119580

Statman, M., 2010, *What Investors Really Want*, McGraw-Hill, 2010, 304 s., ISBN 0071741658

Tversky, A., Kahneman, D., 1973, *Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability*, Cognitive Psychology, Vol. 5, N. 2, 1973, Pages 207–232, ISSN 0010-0285

Tversky, A., Kahneman, D., 1974, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science, New Series, Vol. 185, s. 1124-1131, ISSN 00368075

Wainer, H., Zwerling, H.L., 2006, *Evidence That Smaller Schools Do Not Improve Student Achievement*, The Phi Delta Kappan, Vol. 88, No. 4, 2006, s. 300-303, ISSN 0031-7217