

Seriál : O behaviorálnych financiách

(2.časť)

Odchýlky podľa povahy

Podľa povahy sa odchýlky od racionálneho správania spravidla členia na kognitívne a emočné.

Kognitívne odchýlky

Kognitívne odchýlky od racionálneho správania sú obyčajne založené na nesprávnom zhromažďovaní a analýze informácií. Ide hlavne o tieto odchýlky:

- framingový efekt
- krátkozrakosť
- nadmerná sebadôvera a neprimerané reakcie
- kompetentnosť a familiárnosť, home bias
- nereprezentatívnosť a dostupnosť informácií, preceňovanie významu nedávnych udalostí, selektívny výber informácií
- nelineárne oceňovanie pravdepodobností

Jednotlivé odchýlky sa vzájomne prelínajú.

Je možné ich korigovať učením, prípadne vhodným finančným poradenstvom.

Treba podotknúť, že veda nevie uspokojivo vysvetliť pôvod týchto odchýlok od racionality a nie je ani spracovaná spoľahlivá klasifikácia odchýlok. Publikované rozdelenia odchýlok sú založené najmä na ich vonkajších prejavoch a spravidla reflektujú niektorú časť rozhodovacieho procesu, v ktorej sa vyskytujú, prípadne sledujú povahu odchýlok.

Emočné odchýlky

„Emočné odchýlky od racionality v myslení a konaní sú podmienené emocionálnymi faktormi, najmä túžbami a obavami. Nie každá emócia musí byť prejavom iracionality.

Emócie však podporujú prijímanie rýchlych a úsporných rozhodnutí, ktoré sú prospešné najmä vtedy, keď sú problémy veľmi komplexné a ich racionálne riešenie by zabralo viac času, ako je únosné. V určitých situáciách však môžu emócie potlačiť racionálne myslenie a vyústiť do škodlivého alebo iracionálneho konania ¹.

Zmeniť emočné sklony je omnoho ťažšie ako v prípade kognitívnych odchýlok.

Emočné odchýlky sa v literatúre spravidla delia podľa svojho pôvodu v mentálnych mechanizmoch na

a.) Odchýlky, ktoré podporujú ochotu uveriť niečomu, čo ovplyvňuje pozitívne pocity, a to aj v prípadoch, že existujú dôkazy o nesprávnosti pozitívneho vnímania konkrétnych javov.

Ide hlavne o tieto odchýlky:

- nedostatok sebakontroly, nadmerný optimizmus
- podriaďovanie sa autoritám, stádovitosť

b.) Odchýlky, ktoré človeka utvrdzujú pri odmietaní akceptovania javov a udalostí, ktoré sú ľuďom nepríjemné. Ide hlavne o averzné emócie, ako sú napríklad :

- citlivosť na stratu
- odmietanie reality a neochota priznať stratu
- averzia k ľútosti
- averzia k riziku

1. Kognitívne odchýlky

1.1. Framingový efekt

Na úvod jeden príklad. Finančná spoločnosť ponúka výhodné pôžičky na čokoľvek bez ručiteľa. Už do 42 % ročne. Nikto na takúto ponuku nebude samozrejme reagovať, keďže v banke je spotrebný úver za podstatne nižší úrok. Žiadna finančná spoločnosť však nehovorí o 42 percentom ročnom úroku, ale o 3 % mesačnom úroku. Hoci nie je problém

¹ BALÁŽ,V.2008. Systematické chyby, ktorých sa dopúšťajú investori. In: *Investor*, ISSN nepridelené, 3/2008, str. 47

spočítať si zložený úrok na obdobie 12 mesiacov, nie každý to vie urobiť. Mnohým sa môže úrok 3 % mesačne zdať prijateľný.

Uvedený príklad ukazuje, že už mierna manipulácia s prezentáciou faktov dokáže výrazne ovplyvniť klientov.

Pre framingový efekt platí, že už primárne získané informácie sa len zriedkavo vyskytujú v čistej podobe. Investori ich obyčajne dostávajú už selektované a určitým spôsobom prezentované. Pretože dnešná doba je zahltená množstvom informácií, nikto nie je schopný vyhľadať a analyzovať všetky informácie, ktoré by mohli byť pre dané rozhodnutie dôležité. Väčšina potenciálnych investorov ich získava spravidla z médií, čím akceptuje ich výber i spôsob skreslenia.

Informačný šum potom pokračuje procesom vnímania. Ľudský mozog totiž prednostne registruje výnimočné udalosti a už menej si všíma bežné javy a trendy. Tieto udalosti potom minimálne v krátkodobom výhľade prehlušujú iné informácie, ktoré by z pohľadu investora mohli byť dôležitejšie. Ďalšie skreslenie reality pozorujeme pri ukladaní informácie do pamäti. Do pamäti sa neukladajú všetky informácie, ale iba tie, ktoré dotyčná osoba pokladá za významné pre investorské aktivity. Keďže je známy fakt, že ľudia potláčajú negatívne informácie a pamätajú si viac príjemné momenty, do pamäti si ukladajú informácie nie v ich originálnej podobe, ale modifikované ich vlastnými názormi, postojmi a emóciami.

Pri výbere informácií z pamäti a ich konfrontácii s novými informáciami človek uplatňuje myšlienkové skratky a intuitívne prístupy. Tieto prístupy potom uplatňuje pri analýze informácií. Analýza potom vedie k malému počtu alternatív, ktoré sú navyše výsledkom časového obmedzenia, keďže rozhodnutie musí byť prijaté v istom reálnom čase.

Framing je podstatou marketingu a reklamy. Každý prezentuje svoje produkty tak, aby vyvolali u spotrebiteľov čo najlepší dojem. To platí aj pre investičné produkty

1.2. Krátkozrakosť

Ide o kognitívnu odchýlku od racionality, ktorá vzniká v dôsledku rozporu hodnoteného a investičného horizontu investora.

Vo finančnej vede je to krátkozrakosť investorov pri posudzovaní výsledkov ich investícií. Dôsledkom je, že investori posudzujú správanie sa aktív z príliš krátkeho časového hľadiska. Často aj veľkí investori zabúdajú, že každé investičné aktívum má vlastný pomer

výnosu a rizika a tomuto pomeru treba prispôbiť aj obdobie, za ktoré sa výkon aktíva hodnotí.

Kolektív amerických ekonómov a psychológov R.Thaler, A.Tversky, D.Kahneman a Alan Schwartz popisujú ekonomický experiment s investovaním do akcií a dlhopisov . Experiment sa uskutočnil na vzorke študentov kalifornskej štátnej univerzity.

Pokusné osoby simulovali obchodovanie na kapitálovom trhu, pričom pre každé investičné aktívum im boli udávané miery výnosu typické pre investičnú prax. Pokusné osoby sa správali ako investiční manažéri. Organizátori experimentu dodávali jednej skupine pokusných osôb výsledky investovania na mesačnej báze, druhej skupine na ročnej báze a tretej skupine na päťročnej báze. Výsledky investovania do akcií boli na mesačnej báze veľmi volatilné a preto sa pokusné osoby dostávali často do straty. Preto radšej vo väčšine prípadov volili investície do dlhopisov, ktoré prinášali nižšie výnosy a nikdy sa prakticky nedostali do straty. Podobná situácia bola aj v skupine, ktorá dostávala výsledky investovania na ročnej báze. Osoby v tretej skupine, ktoré dostávali výsledky na päťročnej báze, preferovali investovanie do akcií a v simulovaných portfóliách dosahovali najvyšší zisk. Thaler a jeho kolegovia nazvali používanie nesprávneho obdobia myopia , teda krátkozrakosť. Táto odchýlka vzniká v dôsledku rozporu hodnoteného a investičného horizontu investora²

Ak investor investuje na 5, alebo 10 rokov, potom nemá zmysel, aby každú chvíľu sledoval tlač, či internet a sledoval vývoj akciového trhu. Je potrebné, aby každý rok vykonal hodnotenie portfólia a posúdil, či má správnu skladbu investičných aktív, ktorá zodpovedá jeho investičným cieľom. Nie je však správne, aby z ročných údajov vyvodzoval ďalekosiahle dôsledky a robil výrazné zmeny vo svojej investičnej stratégii.

Problémom je aj to, že investičný horizont väčšiny akciových fondov je viac rokov, ale inštitucionálni investori spravidla ohodnocujú manažéra podielových fondov podľa ročných výsledkov fondu. Niektorí manažéri chcú dokázať svoju užitočnosť najlepšie ihneď a púšťajú sa často do rozsiahlych zmien v portfóliu. Typické hodnotiace obdobie u väčšiny investorov je však v priemere jeden rok. Súvisí to jednak s ľudskými zvyklosťami a psychikou (hodnotiť veci za uzavreté jednoročné obdobie – napr.účtovná závierka, daňové priznanie, štátny rozpočet) ale tiež so zasielaním výročných správ finančných spoločností

² THALER,R. - TVERSKY,A. - KAHNEMAN,D. 1997 The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. In *The Quarterly Journal of Economics*, 1997. Ročník 112, číslo. 2, s. 647-661, In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

investorom. Takáto krátkozrakosť patrí k najčastejším odchýlkam od racionality na finančných trhoch. Vo finančnom poradenstve takúto krátkozrakosť môže čiastočne odstrániť vzdelávanie. Hlavne investori v dôchodkových fondoch by nemali hodnotiť svoje zisky a straty na krátkodobej báze. Čím viac údajov za kratšie obdobie majú, tým väčšie je ich snaha vyhnúť sa strate a robiť zmeny vo svojom portfóliu. Hlavne u rizikových aktív je nesprávne, ak sa investor snaží kopírovať náhle vzostupy a pády ich cien. Ohodnocovanie rizikových aktív musí byť založené na dlhodobých časových radoch. Príliš časté, alebo aj rozsiahle zmeny v portfóliu spravidla vedú k zníženiu jeho výkonnosti. No a potom investori stácajú na poplatkoch.

1.3. Nadmerný optimizmus, sebadôvera a neprimerané reakcie

Nálada takisto ovplyvňuje spôsob akým investori analyzujú informácie a robia rozhodnutia.³ Ľudia s dobrou náladou robia optimistickjšie rozhodnutia ako ľudia s horšou náladou, ktorí však robia kritickejšie a podrobnejšie analýzy. Investori s nadmerným optimizmom môžu veriť, že práve ich akciám sa nemôže stať nič zlé. Optimizmus je systematický sklon ľudí predpokladať priaznivé výsledky svojich aktivít. Ľudia spravidla nadhodnocujú pravdepodobnosť výskytu pozitívnych udalostí a podhodnocujú výskyt negatívnych. Optimizmus sa často spája tiež s preceňovaním vlastných schopností, s pripisovaním si zásluh za pozitívne výsledky aktivít a odmietaním zodpovednosti za výsledky negatívne. Optimizmus je samozrejmosťou formou adaptácie ľudí na život v prevažne rizikovom prostredí. Bez optimizmu by nebolo motivácie a ľudia by sa nemohli púšťať do akejkoľvek aktivity. Ale na druhej strane, optimizmus založený na nadmernej sebadôvere, okolnostiam neprimeranej, môže ľudí viesť k tomu, že podcenia možnosť nepriaznivých výsledkov pri svojich aktivitách.

³ NOFSINGER, J.: Do optimists make the best investors? In *Corporate Finance Review*, 6 (4) 2002, s. 11-17, 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 prieskume na vzorke viac ako 1 milióna študentov v USA v sedemdesiatych rokoch⁴ viac ako 70 % študentov tvrdilo, že majú nadpriemerné vodcovské schopnosti, podpriemerné schopnosti si v tejto oblasti pripustili iba 2 % respondentov . Ďalej viac ako 60 % z nich uviedlo, že veľmi dobre vychádza s ostatnými ľuďmi, dokonca 25 % z nich sa podľa vlastnej mienky umiestňuje v top 1 % v tomto ukazovateli. Podobne sa hodnotili aj študenti Ekonomickej univerzity⁵ v už spomenutom priskume.

Popritom však v „USA viac ako 70 % podnikov v spracovateľskom priemysle skrachuje do 10 rokov od založenia. Zhruba tri štvrtiny fúzií a akvizícií sa nikdy nevyplatí a akcionári nadobúdacej firmy stratia viac, ako získajú akcionári nadobúdanej firmy. Napriek tomu sa každý rok zakladajú desiatky tisíc nových podnikov a uskutočňuje sa veľký počet fúzií a akvizícií. Manažéri spravidla preceňujú prínosy a podceňujú náklady“⁶.

Nadmerný optimizmus ovplyvňuje investorov v dvoch veciach.

Po prvé : optimistickí investori majú sklon nerobiť podrobné a kritické analýzy pri investovaní do akcií.

Po druhé : optimisti zvyknú ignorovať alebo zľahčovať negatívne správy o ich akciách. Nadmerná sebadôvera je úzko prepojená s náladou a optimizmom. Investori sú zvyčajne nadmerne sebaistí, že dokážu zvládnuť ťažké úlohy – vybrať a investovať len do akcií víťazov (picking winning stocks). Veria, že ich poznanie je lepšie ako v skutočnosti a že ich predpovede budú veľmi presné. Je niekoľko faktorov, ktoré dopomáhajú k nadmernej sebadôvere. Prvým z nich je ilúzia poznania, ktorá hovorí o tom, že

⁴ LOVALLO,D.- KAHNEMAN,D. 2003: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. In *Harvard Business Review*, 2003, Ročník 81, číslo. 7, pp. 56-63, In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

⁵ BALÁŽ,V.- FIFEKOVÁ, E.,- NEMCOVÁ, E. 2005. Ellsbergov paradox: rozhodovanie za podmienok rizika a neistoty, In *Ekonomický časopis*, Ročník 57, číslo. 3, s. 213-229

⁶ LOVALLO,D.- KAHNEMAN,D. 2003: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. In *Harvard Business Review*, 2003, Ročník 81, číslo. 7, pp. 56-63, In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

investori sa mylne domnievajú, že čím viac informácií majú k dispozícii, tým viac budú vedieť. Nie je to tak, pretože investorom môže chýbať tréning, zručnosti alebo skúsenosti na interpretáciu nových informácií. Ďalším dôležitým psychologickým faktorom, ktorý podnecuje nadmernú sebadôveru je ilúzia kontroly. Ľudia si často myslia, že majú vplyv, kontrolu nad výsledkom nekontrolovateľnej udalosti. Ilúzia kontroly vedie účastníkov na trhu k presvedčeniu, že vedia viac ako iní hráči na trhu. To ich potom nabáda ku častému obchodovaniu, čo nemôžeme považovať za racionálne správanie, ale skôr za iracionálne presvedčenie. Barber a Odean⁷ vo svojom výskume prišli na zaujímavý poznatok, že slobodní muži – investori vlastnia portfóliá s najvyššou volatilitou, najvyšším beta koeficientom a obsahovali akcie malých spoločností. Táto skupina investorov je najviac náchylná na podľahnutie prílišnej sebadôvere, ktorá spôsobuje, že investori obchodujú príliš často a berú na seba príliš veľké riziko. V dôsledku toho investori strácajú veľké peniaze na poplatkoch pri obchodovaní, na daniach a sú náchylní na veľké straty. Oveľa častejšie bývajú takíto investori nepríjemne zaskočení nepriaznivou situáciou, namiesto toho, aby ju predpokladali.

Poľskí vedci Tyszka a Zielonka (2002)⁸ porovnávali predpovede vývoja poľskej burzy podľa finančných analytikov a meteorológov, ktorí predpovedajú počasie. Ukázalo sa, že obe skupiny podľahli nadmernej sebadôvere, no v rozličnej miere. Keďže meteorológovia prikladali väčšiu dôležitosť pravdepodobnosti, svoje predpovede lepšie nastavili a vystihli tak budúci scenár. Finanční analytici podľahli dojmu, že o všetkom majú prehľad a svoje predpovede zúžili na scenáre s malou pravdepodobnosťou.

Na finančných trhoch nadmerná sebadôvera investorov spravidla plodí neprimerané reakcie (overreaction).

⁷ BARBER, B.B.- ODEAN, T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000. pp.773-806, 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 TYSZKA, T., ZIELONKA, P. 2002. Expert Judgements: Financial analysts versus weather forecasters. In *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol.3, No.3 2002, s. 152-160, BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Neprimeraná reakcia sa prejavuje v rýchlej a často masovej reakcii investorov na aktuálne podnety z kapitálového trhu. Tieto reakcie sú podporované aj prejavmi iných odchýlok od reality, hlavne prehnanou sebadôverou, dostupnosťou a novosťou informácií.

Brad Barber a Terrence Odean, znalci amerického akciového trhu, sú toho názoru, že za veľký objem obchodov na finančných trhoch môže hlavne nadmerná sebadôvera investorov.

Dokazujú, že časté obchodovanie nie je ani zďaleka racionálne a platí sa zaň vysoká cena. Túto hypotézu testovali na vzorke 66 465 domácností, ktoré mali účty otvorené v investičnej banke Paine Webber.⁹

Podľa nich platilo, že celkové hrubé výnosy domácností sa nevymykali z priemeru trhu za obdobie rokov 1991 až 1996. Priemerný hrubý výnos klienta banky bol teda 18,7 % p.a.. Ak sa však odčítali od tohoto výnosu transakčné náklady za poplatky, spojené s nákupom a predajom akcií a správu účtov, klesol priemerný výnos na 16,4 %, čo už bolo menej ako priemer trhu (vážená priemerná hodnota indexov na burzách NYSE, AMEX a NASDAQ).

Tento priemer však zakrýval obrovské rozdiely medzi jednotlivými investormi, ktoré boli dané tým, ako intenzívne počas roka obchodovali. Preto autori rozdelili domácnosti do piatich rovnako veľkých skupín, v každej skupine bolo teda 20 % domácností.

V prvom kvantile boli domácnosti s najnižšou intenzitou obchodnej aktivity, v piatom s najvyššou obchodnou aktivitou.

Domácnosti v prvom kvantile v priemere za 1 mesiac obrátili na účte 0,19 % jeho hodnoty, čo činí približne 2,3 % ročne. V piatom kvantile bol priemerný obrat na účte 21,49 % (viď tabuľka č.1), teda ročne viac ako 257 %. Domácnostiam z vysokou intenzitou sa to zdanlivo aj oplátilo – ich priemerný hrubý výnos bol 18,6 %, v prvom kvantile len 17,9 %. Ak však uplatníme poplatky, situácia sa otočí – v prvom kvantile je čistý výnos 17,6 %, v piatom len 12,1 %. Zaujímavým údajom je aj to, že domácnosti v prvom kvantile, teda tí, ktorí obchodovali najmenej, mali najväčší začiatkový stav účtu. Pravdepodobne boli bohatší už z predchádzajúcich období, kedy tiež možno obchodovali najmenej intenzívne,

⁹ BARBER, B.B.- ODEAN, T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000. pp.773-806, In: BALÁŽ, V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

ale trpezlivosť im priniesla ruže. Tento fakt sa však z dostupných údajov nepodarilo dokázať.¹⁰

Tabuľka č.1 Vzťah intenzity obchodovania a výnosu¹¹

	1.kvantil	2.kvantil	3.kvantil	4.kvantil	5.kvantil
Priemerný mesačný obrat	0,19 %	1,24 %	2,89 %	5,98 %	21,49 %
Začiatkový stav účtu v USD	34 169	26 046	22 945	19 102	21 560
Celkový hrubý výnos mesačne	1, 483 %	1,472 %	1,489 %	1,511 %	1,548 %
Celkový čistý výnos mesačne	1,470 %	1,411 %	1,361 %	1, 267 %	1,009 %

Spracované podľa údajov z BARBER, B.B.- ODEAN,T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth:The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000. s.773-806, In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Existenciu týchto odchýlok dokumentuje aj výskum Hongkongskej polytechniky pod vedením Gongmeng Chena¹². Medzinárodný kolektív skúmal správanie takmer 50 000 individuálnych investorov a 212 inštitucionálnych investorov veľkej brokerskej firmy, ktorí obchodovali na burze v Šang haji v priebehu štyroch rokov (1998 – 2002). Celkový počet analyzovaných transakcií dosiahol 2,4 milióna. Zo vzorky boli vylúčení investori, ktorí obchodovali len s vládnyimi dlhopismi, alebo ich účty boli počas väčšiny sledovaného obdobia bez obratu. Podľa výsledkov tohoto prieskumu typickými prejavmi nadmernej sebadôvery sú neprimerané reakcie, najmä časté obchodovanie a vytváranie nedostatočne diverzifikovaných portfólií. Príliš malý počet emisií v portfóliu odráža iracionálnu vieru investorov, že sa im podarí dosiahnuť vysoké výnosy z malého počtu titulov (tabuľka č.2).

¹⁰ Spracované autorom podľa BALÁŽ,V.: Systematické chyby, ktorých sa dopúšťajú investori. In *Investor*, ISSN nepridelené , 3/2008, str. 49

¹¹Spracované autorom podľa BARBER, B.B.- ODEAN,T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth:The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000. s.773-806, BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

¹² CHEN,G.,- KIM,K.A.,- NOFSINGER, J.R.- RUI, O.M. 2007: Representativess Bias and Experience of Emerging Market Investors, In *School of Management*, Jacobs Management Center, Buffalo, New York 2007 In BALÁŽ,V.2008 Odchýlka štvrtá : Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 43

Tabuľka č.2

Nadmerná sebadôvera a jej prejavy v nedostatočnej diverzifikácii a vysokom obrate u čínskych klientov brokerských firiem

	Individuálni investori	Inštitucionálni investori
Priemerný počet vlastnených akcií	2,60	15,46
Priemerný mesačný obrat portfólia	27,31 %	43,06 %
Priemerný mesačný výnos nad normál	0,42 %	0,53 %

CHEN,G.,- KIM,K.A.,- NOFSINGER, J.R.- RUI, O.M. 2007: Representativeness Bias and Experience of Emerging Market Investors, In *School of Management*, Jacobs Management Center, Buffalo, New York 2007, In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Porovnanie výnosov individuálnych a inštitucionálnych výnosov ukázalo, že tento predpoklad nebol správny.

Ďalším prejavom nadmernej sebadôvery je aj frekvencia obchodovania. Individuálni investori obrátili mesačne na účte v priemere 27,31 % jeho hodnoty, čo tvorí 328 % ročne. Prekvapujúco vysoká bola i frekvencia obchodov u inštitucionálnych investorov (až neuveriteľných 517 % ročne). Takéto vysoké čísla sa objavili i na makroúrovni. V roku 1999 bol obrat čínskej burzy takmer 500 % jej trhovej kapitalizácie.

V obdobnom prieskume v USA mala priemerná americká domácnosť 4 akcie a priemerný ročný obrat 75 %. Na burze v New Yorku bol obrat len 87,7 % trhovej kapitalizácie.¹³

Aj to sú pomerne vysoké čísla, ale sú podstatne bližšie k racionalite, než u čínskych investorov.

Nadmerná sebadôvera a neprimerané reakcie investorov obyčajne znižujú výnosy.

Racionálne je obmedziť obchodovanie, pretože brokerské firmy si za každý obrat účtujú poplatky. Veľkosť týchto poplatkov môže výrazne znížiť celkový výnos.

Neprimeranou reakciou môže byť aj jav, kedy investor predá akciu, aby vzápätí kúpil inú. Ak mu nová akcia priniesie menší výnos, než by mu bola priniesla akcia predaná, ide určite o unáhlenú reakciu.

Čínsky prieskum zistil, že priemerný výnos s predaných akcií bol za 4 mesiace 5,57 %, z kúpených akcií len 3,59 %. Individuálni investori tak stratili za rok 2,47 % (Tabuľka č.3).

¹³ BALÁŽ,V. 2008. Reprezentatívnosť. In *Investor*, ISSN nepridelené, 6/2008, str. 43

Inštitucionálni investori si počínali podstatne lepšie. Napriek vyšším obratom na účtoch sa vo väčšine prípadov zbavili stratových akcií a kúpili ziskové.

Tabuľka č.3

Priemerné výnosy z akcií v %

	Individuálni investori		Inštitucionálni investori	
	Za 4 mesiace	Za 12 mesiacov	Za 4 mesiace	Za 12 mesiacov
Kúpené akcie	3,59	11,24	1,93	2,52
Predané akcie	5,57	13,71	-1,78	-3,62
Rozdiel spolu za 4, resp.12 mesiacov	- 1,98	-2,47	3,71	6,14

Spracované podľa údajov z :Chen,G., Kim,K.A.,Nofsinger, J.R. and Rui, O.M.: Representativess Bias and Experience of Emerging Market Investors, School of Management, Jacobs Management Center, Buffalo, New York (2007), In: BALÁŽ,V. 2009. *Riziko a neistota - Úvod do behaviorálnej ekonómie a financií*, Bratislava: VEDA, 2009, 499 s. ISBN 978-80-224-1082-3

Často prehliadaným faktom je aj to, že vzdelanie a skúsenosti nadmernú sebadôveru ešte posilňujú. Ide o to, že ak sa niekto dobre vyzná v určitej oblasti, má silnejší sklon predpokladať, že sa vyzná aj v oblastiach, o ktorých vie v skutočnosti veľmi málo.

Pokračovanie.

Použitá literatúra:

BAILARD,T.E.,- BIEHL,D.L.,- KAISER,R.W. 1986. *Personal money management*, 5th ed. Chicago : Science research Associates, Inc. 1986

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

BALÁŽ,V. 2006. *Rozum a cit na finančných trhoch*, Bratislava:VEDA 2006, 199 s. ISBN 978-80-224-805-3

BALÁŽ,V. 2005. Malý kurz behaviorálnych financií; In *Investor* ISSN nepridelené , 10/2005.

BALÁŽ,V. 2008. Ako usmerňovať klientov pri investovaní, In *Zborník z konferencie Kolektívne investovanie na Slovensku* 2008, Bratislava: SASS 2008, ISBN nepridelené

BALÁŽ,V. 2008. Dostupnosť. In *Investor* ISSN nepridelené , 6/2008.

BALÁŽ,V. 2008. Reprezentatívnosť. In *Investor* ISSN nepridelené , 6/2008

BALÁŽ,V. 2008. Osobitosti investorských stratégií u žien, In *Investor* ISSN nepridelené , 10/2008.

BALÁŽ,V.2005. Mars a Venuša investujú inak, In *Investor* ISSN nepridelené , 10/2005.

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

BALÁŽ,V.- FIFEKOVÁ, E.,- NEMCOVÁ, E. 2005. Ellsbergov paradox: rozhodovanie za podmienok rizika a neistoty, In *Ekonomický časopis*, Ročník 57, číslo. 3, pp. 213-229

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.

BARBER, B.B.- ODEAN,T. 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth:The Common Stock investment Performance of Individual Investors, In *Journal of Finance*, Vol.55, No.2 2000.

BARNEWALL,M.M. 1987. *Psychological characteristics of the individual investor* In Droms,W.(ed): Asset allocation for the individual investor. Charlottesville, Virginia: Institute of Chartered Financial Analysts 1987.

BARRON, B.- TIEGER,P.D.1995. Do what you are : discover the perfect career for you through the secrets of personality type. *Little Brown* .Boston 1995

BARSKY, R.- JUSTER, Th.- KIMBALL, M. 1997. Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study. In *Quarterly Journal of Economics*, 1997, Ročník 112, číslo 2, s. 537 – 579.

BERNASEK, A. - SHWIFF, S.,2001. Risk, and Retirement, In *Journal of Economic Issues*, 2001, Ročník 35, č. 2, s. 345 – 357.

BYRNES, J. – MILLER,D. – SCHAFER,W.1999. Gender Differences in Risk Taking: A Meta-analysis, *Psychological Bulletin*, Ročník 125, číslo. 3, s. 367 – 383.

DIMMOCK, S. - KOUWENBERG, R.2009. Loss-Aversion and Household Portfolio Choice. Michigan State University - Department of Finance, 2009, In *Working Paper Series*

DOHMEN Th. – FALK, A.- HUFFMAN,D. 2005. New Evidence from a Large, Representative, Experimentally-Validated Survey. In *Discussion Paper No. 1730*, Institute for the Study of Labor (IZA) in Bonn, September 2005

- DONKERS,B.- MELENBERG, B.- VAN SOEST,A. 2001. Estimating Risk Attitudes Using Lotteries: A Large Sample Approach. In *The Journal of Risk and Uncertainty*, 2001, Ročník 22, číslo 2, s. 165 – 195.
- ELLSBERG,D. 1995. Risk, ambiguity, and the savage axioms. In *The quartely journal of economics*, vol.75., No 4, str.643 – 669.
- GILOVICH, Th. - MEDVEC,V. 1995 The Experience of Regret: What, When, and Why, In *Psychological Review*, 1995, ročník 102, číslo 2, s. 379-395
- HALEK,M. – EISENHAUER ,J. 2001 Demography of Risk Aversion.In *The Journal of Risk and Insurance*, 2001, Ročník 68, číslo 1, s. 1-24.
- HANNA, Sh. – CHEN,P. 1997 Subjective And Objective Risk Tolerance: Implications For Optimal Portfolios. 1997, Ročník 8, číslo 2, In *Financial Counseling and Planning*, s. 17-26
- HARTMAN,R.- DOANE,M.J.- WOO,Chi. Consumer rationality and the Status Quo. In *The Quarterly Journal of Economics*, vol.106, No 1, 141-162
- CHAN,K.,- COVRING, V.,- Ng, L. 2005, „What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias ? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide“ In *Journal of Finance*, Ročník LX, číslo 3
- CHANG,Ch.- DE VANEY ,Sh.- CHIREMBA,S. 2004. Determinants of Subjective and Objective Risk Tolerance. In *Journal of Personal Finance*, 2004. Ročník 3, číslo 3, s. 53-66
- CHEN,G.,- KIM,K.A.,- NOFSINGER, J.R.- RUI, O.M. 2007: Representativess Bias and Experience of Emerging Market Investors, In *School of Management*, Jacobs Management Center, Buffalo, New York 2007
- CHOVANCOVÁ,B.-JANKOVSKÁ,A.-KOTLEBOVÁ,J.-ŠTURC,B. 2002: *Finančný trh*. Bratislava: Eurounion, 2002.
- KAHNEMAN, D., - TVERSKY, A. 1979. Prospect theory: An analysis of Decision under Risk. In *Econometrica*, Vol. 47, No.2 1979.
- KAHNEMAN, D.,- TVERSKY, A. 1984. Choices, values, and frames. In *The american psychologist*, vol.39, No 4. str.341 -350. 1984.
- 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.
- KOHOUT,P. 1998. *Peníze, výnosy a rizika*. Příručka investiční strategie. Praha: Ekopress 1998.
- KOHOUT,P. 2003. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*, Praha: Grada Publishing, 2003.

- 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
- LOOMES,G. – SUGDEN,R. 1982. Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty, In *Economic Journal*, 1982, Ročník 92, číslo 4, s 805–24.
- LOVALLO,D.- KAHNEMAN,D. 2003: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. In *Harvard Business Review*, 2003, Ročník 81, číslo. 7, pp. 56-63
- MARKOVIČ,P. 2009 Správame sa racionálne ?
In *Finančný manažment a controlling v praxi*, Iura Edition, 2009, č.6.
- MARKOVIČ,P. 2010 Behaviorálne aspekty finančného rozhodovania – princípy možného zlyhania manažérov. In *Finančný manažment a controlling v praxi*, Iura Edition, 2010, č.1.
- MYERS,I., - McCAULLEY,M. 1989. *Manual : A guide to the development and use of the Myers-Briggs Type Indicator*. Consulting psychological press, 1989.
- NOFSINGER, J.: Do optimists make the best investors? In *Corporate Finance Review*, 6 (4) 2002, s. 11-17
- 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
- PLUMMER,T. 2008. *Prognóza finančních trhů – psychologie úspěšného investování*, Brno:Computer press, a.s., 2008.
- POKLEMBA, P. 2010. *Profily a dlhodobé investičné stratégie slovenských investorov*, Bratislava : PÚ SAV 2010, dizertačná práca
- POKLEMBA, P.: Investičný test slovenského národa, In *Investor*, ISSN nepridelené, roč. 9, č. 3, 2008, s. 44 – 45
- POMPIAN, M.M, - LONG, J.M, 2004. Application of behavioral finance : Creating investment programs Based on personality type and gender to produce better investment outcomes. In *The journal of wealth management*, Vol .7, No 2. 2004.
- PRATT, J.: Risk Aversion in the Small and in the Large, In *Econometrica* 1964, Ročník 32, číslo 1 a 2, s.122-136.
- RIEGEL, K. 2009. *Ekonomická psychologie*, Praha: Grada Publishing, 2009.
- SAHM, C. 2007. *Does Risk Tolerance Change?* [Job Market Paper.] Michigan: University of Michigan 2007.

SHEFRIN, H., - STATMAN, M. 2003. The Contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky. In *The Journal of Behavioural Finance*, Vol. 4, No. 2, 2003

SHILLER, R.J. 2010. *Investiční horečka – iracionální nadšení na kapitálových trzích*. Praha: Grada Publishing, 2010.

SKOŘEPA, M. 2001. Psychologie proniká do ekonomie: máme tleskat nebo se bát ? *Zborník príspevkov zo série ekonomických seminárov*. Praha : Česká společnost ekonomická, 2001.

SUTO, M. - TOSHINO, M. 2005. Behavioural Biases of Japanese Institutional Investors: fund management and corporate governance. In *Corporate governance*, 2005, Vol. 13, No. 4, str.466-477

THALER, R. – TVERSKY, A. - KAHNEMAN, D. 1997 The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. In *The Quarterly Journal of Economics*, 1997. Ročník 112, číslo. 2, s. 647-661

TRIMPOP, R. 1994. *The Psychology of Risk-Taking Behavior*. 1994. (Amsterdam: North-Holland).

TYSZKA, T., ZIELONKA, P. 2002. Expert Judgements: Financial analysts versus weather forecasters. In *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol.3, No.3 2002, s. 152-160

VLACHYNSKÝ, K. 2009. Finančné rozhodovanie a behaviorálne financie. In: *Finančný manažment a controlling v praxi*, Iura Edition, 2009, č.2.

ZUCKERMAN, M. 1994. *Behavioral Expressions and Biosocial Bases of Sensation Seeking*, Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

Meir Statman – www.lsb.scu.edu

Richard Thaler – www.gsb.uchicago.edu

Robert Schiller – www.econ.yale.edu

Daniel Kahneman – www.princeton.edu

<http://www.vubam.sk/Default.aspx?CatID=40&fundId=4¬active=False&Currency=0&Session=3&Table=true&DateFrom=29.07.2007&DateTo=29.07.2010>

Ing. Ctibor Pilch, PhD.

KBaMF NHF

Ekonomická Univerzita v Bratislave

pilch.ctibor@derivat.sk