

Склонността към свръхувереност и нейното проявление на финансовите пазари

Боян Иванчев*

Резюме: Статията разглежда психологическата склонност към свръхувереност от гледна точка на поведенческите финанси и специфично нейното проявление и влияние върху участниците на финансовите пазари. Настоящата статия използва данни и изследвания за поведението и проявата на склонността към свръхувереност на българите потребители на финансови услуги и участниците на финансовия пазар. Ще представим и оригинално проучване на база данни за търговията на Българска фондова борса АД от гледна точка на сравнение на честотата на търговия между българи и американци и от гледна точка на разликите в честотата на търгуване (свръхтъргуване) между мъже и жени.

Ключови думи: свръхувереност, финансови пазари, свръхтъргуване, БФБ АД.

JEL: G41.

Въведение

Склонността към свръхувереност (overconfidence bias) може да бъде обобщена като неоправдана увереност в човешкото интуитивно мислене, разсъдък и когнитивни способности. Тази психологическа склонност е от вида когнитивна (познавателна) психологическа склонност.

* Боян Иванчев е доктор, главен асистент в катедра „Икономика“ на УНСС.

Свръхувереността се наблюдава в почти всички сфери на нашия живот, като в областта на медицинската практика и клинични изследвания се определя като едно от най-грозните типове поведение, което може да бъде възприето и като високомерие и суетност (Tarbox and Najdowski, 2014). В областта на икономиката психологическата склонност свръхувереност се проявява чрез прекалената активност на предприемачите при навлизане на различни пазарни сегменти, въпреки малката вероятност за краен успех на икономическите им начинания (Moore & Nealy, 2008). Истината е, че 90% от стартиращите компании се провалят, но мнозинството от предприемачите вярват и прогнозираат, че те ще са част именно от останалите 10% успешни стартиращи компании.

Концепцията за свръхувереността произхожда от множество когнитивни психологически експерименти и изследвания, в които участниците субективно надценяват точността на собствените си очаквания (Dunning et al., 1990) и способности и прогноза за личен успех, спрямо обективните си постижения и резултати. Характерно за повечето индивиди е, че те възприемат себе си като по-добри, за разлика от оценката на другите (Taylor and Brown, 1988). Също така, те възприемат себе си за по-добри от равните им по възможности други индивиди, което представлява непосредствен израз на склонността им към

свърхувереност. Едновременно с това, те надценяват точността и достоверността на информацията, с която разполагат или им е достъпна. Много често свърхувереността се измерва чрез попълване на тестове за общи познания, като се сравняват очакваните от участниците резултати за брой верни отговори спрямо реално получените верни отговори. В един от известните експерименти по темата, Фишхоф, Словик и Лихтенщайн (Fischhoff, Slovic & Lichtenstein, 1977) подлагат участниците на тест за общи познания. След попълване на теста, участниците са запитани доколко са сигурни в правилността на собствените си отговори. Участниците отговарят, че са сто процента сигурни в тях, а изследването показва, че само от 70 до 80% от отговорите са правилни.

В областта на финансовите пазари и инвестициите склонността към свърхувереност се проявява чрез поемане на извънредно голям риск и недиверсифициране на инвестиционните портфейли (Hirshleifer & Luo, 2001; Odean, 1998), както и чрез много често търгуване (свърхтъргуване) на финансовите пазари (Barber and Odean, 2000; Иванчев, 2013: 157-160). Склонността към свърхувереност се проявява и като липса и/или неправилно планиране и прогнозиране на пенсионните доходи. Институтът за изследвания на доходите на служителите в САЩ (EBRI) всяка година провежда интервюта със служители, работници и пенсионери, за да сравни как очакванията на служителите и работниците за пенсионните им доходи се съотнасят с реалните доходи на тези, които всъщност вече живеят като пенсионери и разчитат единствено на пенсионния си доход. Институтът в САЩ установява, че макар работниците и служителите да са по-малко уверени, отколкото през предходните години, приблизително 60% от тях казват, че са сигурни, че ще могат да спестят достатъчно пари, за да си позволят комфортна пенсия, а 18%

казват, че са много сигурни в това. Но в същото време едва 41% от всички интервюирани казват, че някога са се опитвали да изчислят колко пари ще им трябват за комфортен пенсионен доход (EBRI, 2017). Тази проява на свърхувереността на бъдещите пенсионери може да доведе до много неприятни бъдещи изненади. Същото проучване показва, че почти половината от анкетиранияте пенсионери имат по-високи разходи за здравеопазване, отколкото са очаквали, и над една трета от респондентите имат по-високи немедицински разходи, отколкото са очаквали. В допълнение: значителните 80% от бъдещите пенсионери са очаквали, че ще работят и като пенсионери – за да си помогнат с покриване на разходите, но реалността показва, че по-малко от 30% от всички пенсионери-респонденти са били реално наети.

Много е важно да знаем, че разрушителната проява на склонността към свърхувереност е характерна не само за непрофесионалистите в дадена област, но и за професионалистите и експертите: *„Свърхувереността означава да имаш грешни преценки и да вярваш в тях твърде силно. Може да изглежда, че участниците на ликвидните финансови пазари не трябва да бъдат много податливи на свърхувереността, тъй като резултатите от възвръщаемостта са измерими и осигуряват обширна обратна връзка. Доказателството за свърхувереност обаче е документирано и сред експерти и професионалисти, включително тези във финансовата професия. Например, свърхувереност се наблюдава сред корпоративните финансови служители (Ben-David, Graham и Harvey 2013) и сред професионалните търговци и инвестиционни банкери (Glaser, Langer и Weber 2013)“* (Daniel and Hirshleifer, 2015: 61- 62).

Инвеститорите много често са твърде сигурни в преценките и собствените си решения и избори. Този поглед на психологическа склонност към свърхувереността

Икономически теории

можем да наречем свръхувереност на сигурността. Податливостта и психологическата склонност към свръхувереност и в частност проявлението и като „свръхувереност на сигурността“ при инвеститорите на финансовите пазари води до твърде голяма честота в търгуването на финансовите пазари, т.е. свръхтъргуване (*overtrading*) (Grinblatt & Keloharju, 2009). Този тип ирационални инвеститори не са в състояние да отчитат, че транзакционните разходи, свързани със свръхтъргуването и всяка една сделка (брокерски комисионни и спред-а (*spread*) между цена купува и продава), намаляват нетната доходност на инвестиционния им портфейл и в същото време те могат да формират инвестиционен портфейл, който е недостатъчно диверсифициран, което увеличава цялостния риск на инвестициите им. Свръхувереност на сигурността води до резултат, който кара индивидите да проявяват склонност да бъдат твърде много уверени в точността на

ства, тъй като те погрешно приравняват увеличеното количество информация с подобряване на нейното качество.

Свръхувереност при българските потребители на финансови услуги и мъже и жени – инвеститори на БФБ АД

Научната хипотеза на по-голу представените изследвания на база данни е, че българските потребители на финансови услуги и инвеститори на финансовите пазари ще покажат сходно свръхуверено поведение – характерно за наличните резултати от подобни проучвания в други страни. От изследване за финансовата грамотност и поведение на българите, финансирано от ING през 2011 г. (NNBulgaria, 2011), ще извлечем генерично потвърждение на по-горе описаната форма на свръхувереност – конкретно при потребителите на финансови услуги (таблица 1).

Таблица 1. Разпознаване на себе си чрез твърдението „Мисля, че знам как да управлявам финансите си“ спрямо резултати от теста за финансова грамотност

Резултати от теста за финансова грамотност*	Общо за всички участници в теста	Слаб (6%)	Основен (56%)	Добър (30%)	Отличен (8%)
Процент респонденти, които разпознават себе си в описанието чрез твърдението: „Мисля, че знам как да управлявам финансите си.“	75%	58%	70%	83%	88%

Източник: Боян Иванчев на база данни от „Финансовата грамотност и поведение: България и светът, 2011“

*Сегменти финансова грамотност: Слаб: 0-4 верни отговора; Основен: 5-8 верни отговора; Добър: 9-10 верни отговора; Отличен: 11-13 верни отговора.

собствените си изводи, съждения и преценки. Докато хората научават повече за определена ситуация, точността на техните изводи е малко вероятно да се увеличи, но в същото време тяхната увереност нара-

Три четвърти (75%) от всички български респонденти, участвали в изследването, оценяват собствените си способности чрез „Мисля, че знам как да управлявам финансите си“. Дори 58% от тези, които имат

слаба финансова грамотност (отговорили са вярно на едва 0-4 въпроса от 13-те въпроса на теста за финансова грамотност) вярват, че знаят как да управляват финансите си. Вярване, което ние разпознаваме като склонност към свръхувереност, което драстично се различава от реалната им финансова грамотност и категорично показва, че са под влиянието на склонността към свръхувереност. При самооценката на респондентите с основна финансова грамотност (отговорили са вярно на едва 5-8 въпроса от 13-те въпроса на теста за финансова грамотност) изключително висок процент от тях, достигащ 70%, вярват, че имат познания да управляват финансите си. В същото време, установяваме, че колкото по-добра е финансовата грамотност на респондентите, толкова по-реална оценка имат те сами за себе си и за своята финансова грамотност. По този генеричен начин много добре установяваме склонността към свръхувереност на българските потребители на финансови услуги по отношение на убеждението им, че имат познания и могат добре да управляват финансите си.

Нека сега разгледаме практически склонността към свръхувереност чрез проявлението и като излишно и много често сключване на сделки от инвеститорите и разликите между тях от гледна точка на пол на инвеститорите на БФБ АД. В литературата има множество теоретично-приложни изследователски разработки по темата за свръхуверените инвеститори (Venos, 1998; Daniel, Hirshleifer and Subramaniam, 1998; Gervais and Odean, 2001). В една от научните разработки (Barber and Odean, 2001) се използват данни за 35 000 домакинства в САЩ в периода февруари 1991 до януари 1997 г., които инвестират в акции на фондовите борси. Резултатите показват, че мъжете търгуват 45% повече от жените и че транзакционните разходи при мъжете средно намаляват нетните

резултати от дохода на инвестиционните им портфейли с 2.65% а при жените – с 1.72%. Изследването изолира и действията на мъже, които са ергени в домакинството, и резултатът показва, че мъжете-ергени търгуват 67% повече от жените и нетният им резултат, като доходност от търговията, намалява с цели 3.5% на годишна база. Данните показват как свръхтъргуването, което е резултат на склонността към свръхувереност, значително намалява нетната доходност на инвестиционните портфейли и в допълнение получаваме интересни статистически данни за това, че при мъжете честотата на търговията се намалява под влияние на семейното съжителство с лица от женски пол.

По-горе описаното изследване репликира в България, като обработвам данни, получени от водещия инвестиционен посредник в Р. България, който предостави информация за активността на свои клиенти на Българска фондова борса АД (БФБ АД). След обработка на база данни за честотата на търговия по полов признак на БФБ АД, извършвана чрез електронни търговски платформи за периода от средата на 2006 г. до средата на 2012 г., може да се направи извод, че същността на данните и модела на поведение при свръхувереност при българските инвеститори са сходни с тези от проучването на американските инвеститори в САЩ.

Извършените сделки на БФБ АД чрез платформи за електронна търговия за периода 2006-12 г. показват, че общо клиентите на инвестиционния посредник са извършили 402 885 броя сделки за покупко-продажба и са подали 1 376 221 броя поръчки за покупко-продажба (таблица 2).

Разликите по полов признак в честотата на сделките и склонността към свръхувереност се потвърждават и в България, но с по-силна амплитуда. Българските мъже търгуват два пъти повече от жените и подават два пъти и половина повече поръчки

Икономически теории

Таблица 2. Брой операции мъже/жени на БФБ АД за периода 2006-12 г.

Пол/поръчки	Брой борсови поръчки	Среден брой борсови поръчки	Средно съотношение по-гадени поръчки/изпълнени сделки
Жена	123 407	496	2,88
Мъж	1 252 814	1221	3,48
Общо поръчки	1 376 221		
Пол/сделки	Брой сделки	Среден брой сделки	Среден годишен брой сделки
Жена	42 829	172	28,70
Мъж	360 056	351	58,50
Общо сделки	402 885		

Източник: Собствени изчисления на база данни, предоставени от ИП Карол АД

от тях. Средно за целия период всеки български мъж е извършил по 351 сделки и е подал по 1221 поръчки, а жените имат средно по 172 сделки и по 496 погадени поръчки. Средно годишно мъжете са търгували 58 пъти, а жените – 29 пъти (таблица 3).

и съответно моделът за лично управление на средствата да показва по-силно изявена психологическа склонност към свръхувереност поради „изключителността“ на хората, занимаващи се самостоятелно с такива операции. Тази интерпретация е сходна с ин-

Таблица 3. Рабивка по признак купува/продава и брой поръчки при мъже/жени на БФБ АД за периода 2006-2012 г.

Пол	Брой	Операция
Жена: Сделка	20 555	Продава
Жена: Сделка	22 274	Купува
Жена: Поръчка	53 451	Продава
Жена: Поръчка	69 956	Купува
Мъж: Сделка	168 257	Продава
Мъж: Сделка	191 799	Купува
Мъж: Поръчка	504 006	Продава
Мъж: Поръчка	748 808	Купува

Източник: Собствени изчисления на база данни, предоставени от ИП Карол АД

Твърде вероятно е тези полови разлики в България да са резултат на все още недостатъчно зрелия пазар на ценни книжа

терпретациите на склонността към оптимизъм при изследването на победението на българските инвеститори в периода на „го-

рещ пазар“ 2006-2007 г. в България (Ivantshev, 2015). От друга страна, все още традиционното общество в България в областта на половите отношения и равенство е твърде вероятно да снижава частично интензитета на търговските операции при жените именно поради тази обществена и социална изостаналост, която прави жените по-малко изложени към склонността към свръхувереност. Това изследване изрично обръща внимание на броя подадени поръчки купува/продава и съотношението между подадени/изпълнени поръчки. Това съотношение е новост в литературата и има допирна точка с прогнозната свръхувереност и склонността към оптимизъм на инвеститорите (*optimism bias*) и тяхното вярване, че набелязаното ценово ниво купува/продава ще бъде достигнато на борсовия пазар. Този конкретен детайл е нов и развива актуалните изследвания в икономическата литература в областта на свръхувереността и прекалено честото търгуване в следствие на тази склонност. Резултатите показват, че при мъжете в България средното съотношение между подадени поръчки/изпълнени сделки е 3,5, докато при жените съотношението е 2,9 и те показват по-добра успеваемост от гледна точка на ефективността от подадените поръчки. Този пример за практическо приложение на познанията за склонността към свръхувереност развива знанията ни за влиянието на ирационалните склонности на индивидите върху крайния резултат от техните действия и в случая оказва влияние и върху окончателната нетна доходност на управляваните портфейли от мъже и жени в Р. България, именно поради заплащаните брокерски такси и комисионни и формираната разлика от спрета между цена купува и продава.

Заключение

Склонността към свръхувереността е може би най-пагубната склонност за ин-

веститорите на финансовите пазари и за управление на семейното богатство и планиране на финансовото му бъдеще. Това е така, защото нереалната и свръхуверена самооценка за собствените си познания в областта на финансовата грамотност води до подценяването на риска от понижаване на цената на финансовите активи, твърде честото търгуване или търгуване в преследването на „следващата гореща акция“ и „инвестиционна ракета“ и изграждането на недиверсифициран инвестиционен портфейл. Този тип погрешно инвестиционно поведение категорично се определя като „опасност за вашето богатство“ (Barber and Odean, 2001), която може да доведе до загуба на всички инвестиции и/или на липса на спестявания в периода на пенсионна възраст. Основен извод за склонността към свръхувереност и всяка една от формите ѝ в областта на икономиката, икономическите ни и финансови решения е, че индивидите много често не са добре подготвени за бъдещето. В конкретния случай ние установихме, че колкото по-добра е финансовата грамотност на българските участници в теста за финансова грамотност, толкова по-реална оценка имат за собствените си възможности. Това е всъщност отпадна точна за вземане на рационални решения на финансовите пазари и избягване на загуби. В допълнение, чрез изследване на броя сделки и поръчки на БФБ АД, ние установихме, че българските мъже са значително по-свръхуверени, отколкото американските мъже, и това интерпретираме като резултат на по-ниската финансова култура на българските мъже. Твърдението можем да подкрепим с резултатите от глобалното изследване за финансова грамотност на Standard and Poors (S&P's Global Financial Literacy Survey), според което едва 35% от възрастните българи са финансово грамотни, докато този процент за възрастното население на САЩ е 57%. Големите разлики, които установихме в честотата на търгуване между

Икономически теории

мъже и жени в България, интерпретираме в резултат на по-силно изявеното полово неравенство в България спрямо САЩ, както и в резултат на разликите във финансовата им грамотност. Инвеститорите и всички индивиди трябва да се пазят от свръхувереността си – както в икономическите отношения и на финансовите пазари, така и в ежедневието си. Установяването и ограничаването на склонността към свръхувереност е ключова стъпка в изграждането на основите на рационално и прогнозируемо развитие във всички сфери на нашия живот. Изследванията по тематиката на статията ще продължат и в бъдеще.

Цитирани източници:

- Иванчев, Б., 2013. Всеки може да инвестира успешно: ако избегне илюзиите и ирационалното поведение. София, изд. „Изток-Запад“.
- (Ivanchev, B., 2013. Vseki mozhe da investira uspešno: ako izbegne ilyuziite i iratsionalnoto povedenie. Sofia, izd. „Iztok-Zapad“)
- Ivantchev, B., 2015. IPO HOT MARKETS: IN BULGARIA: PERFORMANCE, INVESTOR BIASES, V. 1 May 2015, JAEFA, p. 26. *Journal of Advancements in Economics, Finance & Accounting*.
- Barber, B. and T. Odean, 2000. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 4/2000.
- Barber, B., T. Odean, 2001. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment.
- Benos, A.V., 1998. Aggressiveness and survival of overconfident traders. *Journal of Financial Markets*, Volume 1, Issues 3–4, 28 Sept. 1998, 353-383.
- Carl-Axel S. Staël Von Holstein, 1972. Probabilistic forecasting: An experiment related to the stock market. *Organizational Behavior and Human Performance*, Volume 8, Issue 1, Pages 139-158.
- Clarke, R.G. and M. Statman, 2000. The DJIA Crossed 652,230. *The Journal of Portfolio Management*, Winter 2000, 26 (2) 89-92.
- Daniel K., and D. Hirshleifer, 2015. Overconfident Investors, Predictable Returns, and Excessive Trading. *Journal of Economic Perspectives* – Volume 29, Number 4-Fall, Pages 61–88.
- Dunning, D., Griffin, D.W., Milojkovic, J.D., & Ross, L. (1990). The overconfidence effect in social prediction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 58(4), 568–581.
- Employee Benefit Research Institute, The 2017 Retirement Confidence Survey: Many Workers Lack Retirement Confidence and Feel Stressed About Retirement Preparations, 3/27/2017.
- Fischhoff, B., Slovic, P., & Lichtenstein, S., 1977. Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3(4), 552–564.
- Gervais, S., T. Odean, 2001. Learning to Be Overconfident. *Review of Financial Studies* 14(1):1-27.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M., 2009. Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity. *Journal of Finance*, 64(2), 549-578.
- Hirshleifer, D., & Luo, G.Y., 2001. On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. *Journal of Financial Markets*, 4(1), 73-84.
- Moore, D.A., & Healy, P.J., 2008. The Trouble with Overconfidence. *Psychological Review*, 115(2), 502-517.
- Odean, T., 1998. Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *Journal of Finance*, 53(6), 1887-1934.
- Russo, J.E., P. Schoemaker, 1992. Managing Overconfidence. *Sloan Management Review*,

Икономически теории

January, 33(2):7-17.

Taylor, S.E. & Brown, J.D., 1988. *Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health*. Psychological Bulletin, 103, 193-210.

Tarbox, J., Najdowski, A.C., Chapter 19 - Clinical Supervision, Editor(s): Granpeesheh, D., Tarbox, J., Najdowski, A.C., Kornack, J., 2014. In Practical

Свърхувереност

Resources for the Mental Health Professional, Evidence-Based Treatment for Children with Autism, Academic Press, Pages 389-416.

https://www.nnbulgaria.com/media/default/documents/anniversary_book_part_1.pdf

https://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/3313-Finlit_Report_FINAL-5.11.16.pdf?x28148