

JÁKI Erika

SZISZTEMATIKUS OPTIMIZMUS A VÁLSÁG IDEJÉN

Számos publikáció bizonyította, hogy az elemzők a tőzsdei vállalatokra készült egy részvényre jutó nyereség- (EPS-earnings per share) előrejelzéseikben szisztematikusabban kedvezőbb tervértéket adnak meg, mint a tényérték. A cikkben az EPS-előrejelzéseket vizsgálta meg a szerző a válság első másfél évében, melyek ezen időszakban is optimistának bizonyultak a vizsgált adatbázison. Az elmúlt húsz évben számos magyarázat látott napvilágot a pénzügyi előrejelzésekben tapasztalható „túltervezésre”. A viselkedéstani magyarázatok jelentős része az elemzők túlzott önbizalmát, jövőbe vetett túlzott optimizmusát jelölték meg okként. Jelen cikk – az empirikus kutatáson túl – nagy hangsúlyt fektet a két fogalom részletes bemutatására, mivel a válság éveit is optimista EPS-előrejelzések jellemezték.

Kulcsszavak: pénzügyi előrejelzések, válság, pszichológia, EPS (earnings per share), részvény

„Még egy kicsi eltérés is a konszenzusos EPS-előrejelzés és az EPS tényleges értéke között – néha nagymértékű – elmozdulást okoz a részvény árfolyamában,... Számos tanulmány bizonyította, hogy az előrejelzések szisztematikusán torzítottak, és statisztikailag nem hatékonyak.”¹

(Darrough – Russell, 2002: 127. old.)

Egy racionális döntéshozó mindig az aktuális információs bázison a lehető legjobb modell segítségével alakítja ki jövőre vonatkozó előrejelzését. Bizonyos feltételek teljesülése esetén az előrejelzések torzítatlannak lesznek, azaz az előrejelzések pontosan becsülik előre a tényértékeket, vagyis fehérzajszerűen szóródnak a valós tényérték körül, következésképpen a terv és a tény eltérése nulla körül szóródik.

Túlzott optimizmusról pénzügyi terveknel akkor beszélünk, hogyha a tervadatokat szisztematikusán pozitív irányban térnek el a tényadatoktól, azaz az árbevételeket felül, míg a költségeket alultervezik (Lovallo – Viguerie – Uhlener – Horn, 2007; Kahneman – Lovallo, 2003; Duru – Reeb, 2002). A pénzügyi tervek hibáját a jövedelmezőség viszonylatában vizsgálják.

Az EPS (earnings per share) egy részvényre jutó nyereséget jelent (nettó eredmény/kint lévő részvények száma), melynek előrejelzése a *pénzügyi tervezés egyik*

fontos területe. Az elemzők hasonló pénzügyi modellekkel dolgoznak, mint a menedzserek a vállalati pénzügyi tervezésnél. Az EPS egy népszerű mutatószám a részvénytársaságok jövedelemtermelő képességének vizsgálatához és összehasonlításához. A befektetőknek segítséget nyújt a vállalat eredményességének és terveik teljesülésének megítélésében.

Az EPS-előrejelzések² mindig egy adott évre vonatkoznak, akár naponta is készülhetnek. Megkülönböztetjük az egyéni, azaz egy elemző által készített EPS-előrejelzéseket, és egy adott vállalatra vonatkozó, adott időszakra készült előrejelzések átlagát, amelyet „konszenzusos” EPS-előrejelzésnek nevezünk. Egy részvénytársaság jövőbeni teljesítményének előrejelzésére sok esetben szintén az EPS-előrejelzéseket használják. Menedzserek és elemzők is készítenek egy-egy részvénytársaságra EPS-előrejelzést egy, két, három évre előre. Az elérhető új információk tükrében azt többször módosíthatják.

Tőzsdei cégeknél az EPS-előrejelzések állnak a vizsgálat fókuszában. Az EPS-előrejelzések vizsgálatára az 1980-as évektől került sor. A legelső vizsgálatok közé számít Zacks (1979) kutatása. Az EPS-előrejelzések részvényárfolyamokra gyakorolt hatását akarta vizsgálni. Meglepetéssel tapasztalta, hogy az EPS-előrejelzések szisztematikusán optimisták. Az alábbi kutatások mind az EPS-előrejelzések hibáját vizsgálták, és bizonyították azok szisztematikus optimizmusát:

1. A legtöbbjük az amerikai tőzsdei vállalatok EPS-előrejelzéseit elemezte (Zacks, 1979; DeBondt – Thaler, 1990; Dreman – Berry, 1995; Clayman – Schwartz, 1994; Easterwood – Nutt, 1999, összefoglaló tanulmány Brown, 1993).
2. Néhány kutató a nyugat-európai tőzsdék vállalatainak EPS-előrejelzéseit elemezte (Capstaff – Paudyal – Rees, 2001; Beckers – Stelarios – Thomson, 2004; Bagella – Becchetti – Ciciretti, 2007).
3. A közép-kelet-európai országokra vonatkozóan csupán egy kutatással találkoztam (Djatej – Gao – Sarikas – Senteney, 2008), mely az IFRS bevezetésének a hatását vizsgálta az EPS-előrejelzések pontosságára.

Az ezredfordulóhoz közeledve a publikációk már nemcsak a tervezési hiba irányát és mértékét vizsgálták, hanem a mögöttes okokat is. Egy részük az ösztönzők hatását elemezte az EPS-előrejelzések pontosságára. Az EPS-előrejelzések optimizmusát növelő ösztönző, hogy az elemző igyekszik a vállalati menedzserekkel jó viszonyt fenntartani, annak érdekében, hogy a jövőben is támogassák információkkal az előrejelzést (Lim, 2001; Libby – Hunton – Tan – Seybert, 2008; Ke – Yu, 2006; Cotter – Tuna – Wysocki, 2006). Érthető, hogy a menedzser nem fog kapcsolatot tartani olyan elemzővel, aki kedvezőtlen előrejelzéseket határozott meg a vállalatra, hiszen az elemzések hatással vannak a vállalat tőkepiaci értékére, amihez a menedzserek kompenzációja jellemzően kötve van (Lim, 2001). Egy kedvező EPS-előrejelzés a menedzsment által vázolt jövedelmező kilátásokat igazolja (Eames – Glover, 2002). Másrészt az elemzők a pozitív előrejelzésekkel a kereskedelmet motiválják (Brown, 1993). Brown (1993) kiemeli, hogy mindezen ösztönzők nélkül is optimista pénzügyi tervek készülnek, mindebből arra lehet következtetni, hogy az optimizmus nem feltétlenül szándékos, hanem bizonyos viselkedéstani jelenségekre vezethető vissza. A terv-tény eltérés fenti okokkal magyarázható része tehát nem viselkedési hatásokra vezethető vissza, hanem az elemzői ösztönzőkből következnek, és az egyén szintjén racionálisnak tekinthető magatartás. A tervező/előrejelző saját helyzetének hosszú távú javítására törekszik, és nem a minél pontosabb előrejelzésre. A két cél nem feltétlenül esik egybe. Más kutatások a kognitív (megismerő, feltáró) gondolkodásban rejlő okokat tárgyalták. A pénzügyi tervezést jellemző túltervezés viselkedéstani okait kutató publikációk leg többjé a viselkedéstani okok közül alapvetően a vállalatvezető, elemző *irrealis optimizmusát*, valamint *túlzott önbizalmát* jelöli meg (DeBondt – Thaler, 1990; Kahneman – Lovallo, 2003; Lovallo – Viguerie – Uhlaner – Horn, 2007).

A következőkben először az empirikust mutatom be, amely a válság első másfél évében vizsgálja az EPS-előrejelzési hiba mértékét és irányát. A kutatás a fenti eredményeket megerősítve ezúttal is optimista előrejelzési hibát mutatott ki. Tekintve, hogy a válság éveire is jellemző volt a túltervezés jelensége, a cikk a két fogalmat és a kapcsolódó vizsgálatok eredményeit is részletesen ábrázolja.

Empirikus kutatás

Hipotézis és módszertan

A vizsgálat fő kérdése az volt, hogy a válság alatti években is megmaradt-e az EPS-előrejelzéseket jellemző szisztematikus optimizmus.

Hipotézis: A vizsgált adatbázison az EPS egyéni előrejelzések általában optimisták, azaz az EPS-előrejelzési hiba nagyobb, mint nulla a 2008–2010 közötti időszakban.

Az *EPS-előrejelzési hiba* (továbbiakban *EPSerr*) mérésére természetes módon alkalmazzák az alábbi képletet:

$$EPS_{terv, t} - EPS_{tény, t} = Err; \quad (1)$$

ahol *Err* az előrejelzési hiba. Ha nincs szisztematikus előrejelzési hiba:

$$Err = 0.$$

Ahhoz, hogy az előrejelzési hibát különböző vállalatok, devizák esetében össze lehessen hasonlítani, a hiba relatív értékét kell meghatározni. A fent meghatározott előrejelzési hibát viszonyítani kell egy tetszőleges értékhez. Capstaff, Paudyal és Rees (2001) *EPSerr* definícióját (2) találtam a tervezési hiba vizsgálatára a legmegfelelőbbnek, mivel az EPS tényértéke időszakon belül nem változik, így a hiba mértéke csak az abszolút hiba nagyságától függ.

$$Rel.Err = \frac{EPS_{terv, t} - EPS_{tény, t}}{EPS_{tény, t}} \quad (2)$$

Az *EPSerr* alakulását leíró statisztikai eszközökkel vizsgáltam.

Adatbázis

Az EPS-előrejelzésre készült kutatások maximum a 2000-es évek elejéig vizsgálták a túltervezés jelenségét. Az empirikus vizsgálatot a 2008, 2009 és a 2010-es évekre készült előrejelzések alapján végeztem. A vizsgálatba azokat az EPS-előrejelzéseket vettem figyelembe, amelyek a célévet megelőző 15 hónapban, illetve az azt követő 3 hónapban készültek A Lehman Brother bukása, mint a válság kezdetének egy kijelölt időpontja előtti előrejelzéseket kizártam a vizsgálatból, mivel

ezen időszakban az elemzők még nem vették figyelembe a gazdasági világválság hatását, ezért az eredményt ezek az adatok torzítanák. Tehát az elemzésből kizártam a 2008-as évre 2008. 09. 17. előtt készült előrejelzéseket. A nemzetközi szakirodalomnak megfelelően kilógó adatoknak tekintetem a 200% feletti EPS-előrejelzési hibát, és ezeket szintén kihagytam az elemzésből.

Földrajzilag a vizsgálat három magyar és négy osztrák cégre készült EPS-előrejelzésekre vonatkozik:

Magyar vállalatok:

1. Magyar Telekom Nyrt. (MATÁV)
2. Magyar Olaj, és Gázipari Nyrt. (MOL)
3. OTP Bank Nyrt. (OTP)

Osztrák vállalatok:

1. Telekom Austria AG (TKA) – Osztrák Telekom
2. OMV AG (OMV)
3. Raiffeisen Bank International AG (RBI)
4. Erste Group Bank AG (EBS)

A kompenzált EPS-tényadatokat a Bloomberg³-adatbázis biztosította. Hiányzó értékek esetén az éves jelentésekből vettem át a hígítatlan⁴ EPS-tényadatokat. A vizsgált előrejelzések száma (továbbiakban N) 1265, melyből 422 magyar cégre és 843 osztrák cégre készült. Három iparágat vizsgáltam, telekommunikáció (N=323), olajipar (N=399) és a bankszektor (N=543). Az adatbázis teljes körű, nem mintavételen alapul (1. táblázat).

1. táblázat

Adatbázis elemszáma évenként és vállalatonként

Cég	2008	2009	2010	Össz.
Matáv	35	37	30	102
TKa	67	81	73	221
Telekom	102	118	103	323
MOL	43	55	53	151
OMV	70	93	85	248
Olaj	113	148	138	399
OTP	51	59	59	169
RBI	55	45	52	152
EBS	72	76	74	222
Bank	178	180	185	543
Össz.	393	446	426	1265
Magyar cég				422
Osztrák cég				843

A korábbi kutatásoktól eltérően, amelyek bizonyították a tervezési hiba szisztematikus optimizmusát az EPS-becsléseknél, a jelen kutatás mind időszakban, mind földrajzilag eltér.

A kutatás korlátja, hogy két országra, hét vállalatra, három iparágra vonatkozik, így a megállapítások ezen adatokra érvényesek. Azonban a kutatás nagy előnye, hogy ezen belül a mintavétel teljes körű, azaz a vizsgált vállalatokra az adott időszakban készült összes EPS-előrejelzést tartalmazza.

Eredmények

2008–2010 időszakra az előrejelzési hiba átlaga +5,29%, és mediánja +1,32% is pozitív, a középérték szintén 0%-nál van (2. táblázat).

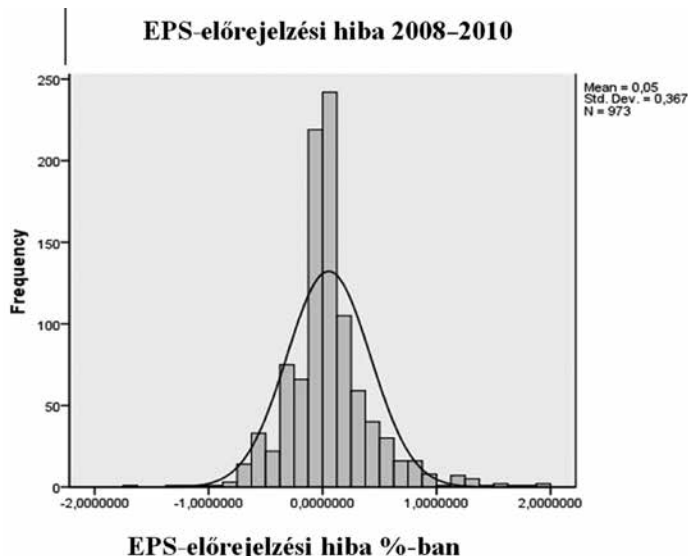
2. táblázat

Leíró statisztika

EPS-előrejelzés tervezési hibája		2008–2010
N	Valid	973
Mean		5,29%
Stand- Err-		1,18%
Median		1,32%
Mode		0,00%
Std. Deviation		36,68%
Skewness		88,96%
Std. Error of		7,84%
Kurtosis		415,12%
Std. Error of Kurtosis		15,67%
Range		356,57%
Minimum		-163,64%
Maximum		192,93%

1. ábra

Hisztogram 2008–2010



Az 1. ábrán, a hisztogramon jól látszik, hogy a leggyakoribb EPSerr 0% körül van, azonban a pozitív irányú hibák gyakoribbak, mint a negatív irányúak.

VEZETÉSTUDOMÁNY

A 3. táblázat a 2008–2010 időszakra mutatja a t-statisztika eredményét. A t-statisztika nullhipotézise, hogy az EPSerr értéke zéró. A 4,5-ös t-érték szignifikáns (jelentősen nagyobb 2-3-nál), tehát az alapján el kell vetni a t-statisztika nullhipotézisét, miszerint az előrejelzési hiba nulla. Az EPSerr 95% szignifikanciaszint mellett pozitív értéket mutat, az átlag 5,29%, azaz pozitív értéket vesz fel. Az EPSerr átlaga 2,99–7,6% intervallumban helyezkedik el.

3. táblázat

T-statisztika

One-Sample Statistics 2008–2010

	N	Mean	Deviation	Mean
eps err%	973	5,29%	36,68%	1,18%

One-Sample Test 2008–2010

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Interval of the	
					Lower	Upper
eps err%	4,502%	972	0,000	5,29%	2,99%	7,60%

Mind a leíró statisztika, mind a t-statisztika megerősítette, hogy az EPS-előrejelzési hiba a vizsgált adatbázison szisztematikusan optimista.

Az optimista EPS-előrejelzési hiba leggyakrabban említett okai

„Az elemzők előrejelzésének vizsgálata után arra a végkonklúzióra jutottunk, hogy az elemzők is határozottan emberek. ... Ugyanaz a túlreagálás tapasztalható ártatlan alapszakos hallgatók előrejelzéseiben, mint ami megjelenik az értékpapír szakértők előrejelzéseiben. ... A legmegfelelőbb következtetés ebből, úgy gondoljuk, hogy komolyan kell venni a döntésméleti magyarázatokat a pénzügyi piacon tapasztalható anomáliák esetében.”

(DeBondt – Thaler, 1990: 57. old.)

A túltervezés alapvető okaként – viselkedéstani oldalról közelítve – a vállalatvezető, illetve elemző *irrealis optimizmusát*, valamint *túlzott önbizalmát* jelöli meg a legtöbb viselkedéstani (behavioral) publikáció. Természetesen az ösztönzők és a szándékosság is közrejátszik az optimista tervértékek meghatározásában, azonban jelen cikkben a két meghatározó viselkedéstani okot mutatom be részletesen. Először a két fogalom definíciója következik, majd részletes bemutatásukra

kerül sor, hogy miért vélekedünk úgy, hogy egy-egy üzleti kudarc hatására óvatosabb pénzügyi előrejelzések készülnek, azaz, hogy az önbizalom és az optimizmus csökken a kudarcok hatására. Végül arról lesz szó, hogy a lelki immunrendszer hogyan védi meg az emberek optimizmusát és önbizalmát.

Túlzott önbizalom

„Az emberek túlzottan optimistán ítélik meg azokat a relatív képességeiket, amelyekben közepesen jól teljesítenek.”⁵

(Daniel Kahneman, 2011: 31. old.)

A *túlzott önbizalom* azt jelenti, hogy az emberek a pozitív képességeket túl-, míg a negatív képességeket alulértékelik.⁶ Pszichológiai tanulmányok bizonyították, hogy a legtöbb ember azt hiszi, hogy átlagon felüli szellemi és fizikai képességgel bír, és indokolatlanul optimista saját jövőjét illetően (Weinstein, 1980). Amikor az emberek egy referenciacsoporton belül értékelik bármelyik pozitív képességüket, akkor általában átlag fölöttinek gondolják azt, holott csak a csoport fele lehetne átlagon felüli, ha szimmetrikus eloszlást feltételezünk (Kahneman – Lovallo, 2003).

EPS-elemzők esetében a *túlzott önbizalom* és *elbizakodottság* úgy jelentkezik, hogy túlságosan bíznak saját privát információikban, ezért figyelmen kívül hagyják azokat, amik azoknak ellentmondanak (Easterwood – Nutt, 1999). Másrészt túl nagy jelentőséget tulajdonítanak olyan eseményeknek, amik kialakult véleményüket megerősítik (Daniel – Hirshleifer – Subrahmanyam, 1998).

Képességek

A *képességek definíciója* nem mindig egyértelmű. Megkülönböztetünk nehezen és könnyen definiálható képességeket, attól függően, hogy a *kompetencia* és annak szempontjai mennyire könnyen határozhatók meg. Az emberek a nehezen definiálható képességeket úgy értelmezik (rendelnek hozzá kompetencia- és kiválóságkritériumokat), hogy kedvező önértékelést kapjanak. Vagyis az lesz számukra a kompetencia vagy kiválóság kritériuma, amiben saját magukat kimagaslónak találják.

Például a jó vállalatvezető kritériuma lehet „feladatorientált”, aki jól megszervezi a munkafolyamatokat és ügyel a részletekre; vagy „emberorientált”, aki figyel a beosztottak igényeire és feloldja a konfliktusokat. Vizsgálatok során (Dunning – Meyerowitz – Holzberg, 2002) azt tapasztalták, hogy a nehezen

definiálható képességekkel kapcsolatban nagyobb önbizalom jellemző, mint a könnyen definiálhatók esetében. Az önbizalom csökkent a nehezen definiálható képességek esetében, amint azokhoz kritériumokat rendeltek. Amikor két kritériumot soroltak fel, akkor kisebb volt az önbizalma a vizsgált alanyoknak, mint amikor négyet, de a legnagyobb akkor volt, amikor nem soroltak fel egyetlen kritériumot sem. Később arra kérték a vizsgálati alanyokat, hogy határozzák meg az adott képesség kritériumát, ami alapján saját magukat értékelik. Amikor mások által meghatározott kritériumok alapján értékelték saját magukat, szintén csökkent az önbizalom.

Túlzott optimizmus, avagy optimista jövőkép

„A legtöbb ember úgy véli, hogy a jelen jobb, mint a múlt, és hogy a jövő még ennél is jobban alakul.”

(Taylor – Brown, 2003: 420. old.)

A *túlzott optimizmus* úgy jelentkezik a döntéshozatalban, hogy az emberek a kívánatos események valószínűségét magasabbnak értékelik, mint amennyi az valójában, míg a nem kívánt események valószínűségét alulértékelik (Krizan – Windschitl, 2007). Több száz empirikus vizsgálat bizonyította, hogy az emberek általában úgy gondolják, hogy a pozitív eseményeknek (hosszú, egészséges élet, sikeres karrier, boldog házasság stb.) sokkal valószínűbb, hogy részesei lesznek (Griffin – Tversky, 1992). Ellenben a negatív események (rablás áldozata, autóbaleset, komoly egészségügyi problémák stb.) sokkal valószínűbb, hogy elkerülik őket, mint a csoport⁷ többi tagját (Weinstein, 1980)⁸.

A túlzott optimizmus kiemelten jelentkezik a pénzügyi tervezés folyamán, hiszen az elemzők is hasonlóan optimistán ítélik meg a jövőt. Ilyen irányú vizsgálatot végzett Cooper, Woo és Dunkelbert (1988), és úgy találták, hogy a vállalkozók túlértékelik a saját vállalkozásuk sikerének esélyét, mindamelllett, hogy reálisan látták az ilyen típusú vállalkozások bukásának esélyét általában. Griffin és Tversky (1992) bizonyította, hogy az optimista látásmódot nem a vállalkozás egészének megítélése, hanem az egyes események bekövetkezési valószínűségének szubjektív megítélése okozza⁹.

Azt gondolnánk, hogy a pontos, objektív valószínűségek ismerete csökkenti a jövő eseményeivel kapcsolatos optimizmust. Ennek ellentmondó eredmény született az egészségügy területén, amikor a szívbetegség kialakulásának megelőzésével hívták fel a figyelmet az egészséges életvitel fontosságára, majd megkérdezték, mennyire tartják valószínűnek a jelenlegi életvitelük alapján, hogy később szívbetegségben fognak

szervenvedni (Weinstein – Klein, 1995). Azt vizsgálták, hogy a szívbetegség kialakulását megelőző egészséges életvitel kritériumainak pontos ismerete csökkenti-e az irreálisan optimista jövőképet. Úgy gondolták, hogy a vizsgálati alanyok nagyobb valószínűséget adnak majd a szívbetegség kialakulásának, amikor tudatosan bennük, hogy jelenlegi életmódjukkal nem tesznek meg mindent annak elkerülése érdekében. Egy másik vizsgálatban (Weinstein – Klein, 1995) arra törekedtek, hogy a vizsgálati alanyok olyan embereket vegyenek referenciául, akik életvitelük alapján kevésbé vannak kitéve az adott betegségnek, mert sportosabb életmódot élnek vagy egészségesebben táplálkoznak. Mindkét esetben azt tapasztalták, hogy sem az objektív valószínűségek ismerete, sem az új referenciacsoport kialakítására tett törekvések nem csökkentették a jövőbe vetett optimizmust, azaz a vizsgálati alanyok a betegség kialakulásának valószínűségét saját magukra nézve nem növelték.

Az elemző hasonlóan gondolkodik arról, hogy egy vállalat milyen valószínűséggel kerülhet pénzügyi nehézségbe, bukkhat meg, az egészségügyi kutatás analógiáját követve: *betegedhet meg*. Menedzserek hasonlóan reagálnak a projekt kockázati tényezőinek historikus valószínűségi értékeire. Szubjektív valószínűségi megítélésükön nem sokat változtat az objektív valószínűségek ismerete. Másrészt olyan referencia, benchmark projektekhez hasonlítják a vállalatot, amikről feltételezik, hogy kevésbé felelősen koordinálták, több kockázatot vállaltak, vagy a bukás vis maior eseménynek tulajdonítható.

Miért gondoljuk, hogy a kudarcok csökkentik az optimizmust és az önbizalmat?

Természetes módon azt gondoljuk, hogy a kudarcok óvatosságra intenek, azaz az elemzők egyre kevésbé készítene optimista EPS-előrejelzéseket, vagyis a korábbi kudarcok letörlik az indokolatlan optimizmust. Általában úgy gondoljuk, hogy a kudarcok érzelmileg nagyobb megrázkódtatást okoznak, és időben hosszabb ideig tartanak, mint valójában:

I. A megrázkódtatás vagy örömrészlet nagyságára, intenzitására vonatkozó várakozást „*impact bias*”-nek nevezi az angol irodalom, *hatásel fogultságnak* lehet fordítani. Ennek lényege, hogy sem az örömrészlet, sem a bánat nagysága nem felel meg a várakozásoknak. Például a pénznyeremény nem okoz akkora örömet, mint vártuk, de szerencsére a megrázkódtatások sem akkorák, mint amekkorának elképzeljük. Egy nagyon fontos gyakorlati haszna van a *hatásel fogultságnak*,

mégpedig a motiváció, melyet a szerzők (Gilbert – Pinel – Wilson – Blumberg – Wheatley, 1998) *motivated distortions*, azaz motivált torzításnak neveztek. Pozitív eseményeknél hajt, hogy elérjük a célt, negatív eseményeknél teljesítményre sarkall, hogy elkerüljük a várakozásaink szerint borzasztó érzelmi konzekvenciákat. Negatív események után megkönnyebbülés, hogy az elszenvedett negatív hatás elviselhetőbb mértékű, mint vártuk, azonban pozitív eseményeknél is elmarad az áhított boldogságérzet. Ez a motiváló hatás nagyon fontos egy vállalat pénzügyi tervének végrehajtása során. A kitűzött célok eléréséért mindent megtesznek a felelős döntéshozók, hogy a negatív konzekvenciákat elkerüljék, illetve siker esetén az áhított elismeréseket begyűjthessék. Pénzügyi tervezés kapcsán pozitív motivációt jelenthet az előléptetés, a nagy bónusz, az elismerés elképzelése; míg negatív konzekvencia a visszaléptetés, az elbocsátás, a nagy hírverésű botrány stb. Mindezek növelik a teljesítményt, ami egy nagyon fontos következménye a *hatáselfogultságnak (impact bias)*. Az elemzők a vállalati menedzserektől is gyűjtenek információkat a vállalat jövőbeni kilátásairól és terveiről, így az elemzők által készített tervtételek is visszahatnak a vállalati vezetőkre. Minél pontosabb az előrejelzés, annál nagyobb megbecsülésre számíthat az elemző mind a befektetők, mind a felettesek részéről.

- II. Az érzelmi megrázkódtatás idejének túlbecslését „*durability bias*”-nek, *időtartam elfogultságnak* neveztek. Röviden úgy gondoljuk, hogy egy pozitív/negatív esemény okozta boldogság/szomorúság tovább tart, mint valójában. Általános vélekedés, hogy aki nyer, pl.: a lottón egy nagy összeget vagy Nobel-díjat, az boldog ember *a mindennapokban*, azaz évekkel később is elégedett és boldog embert várunk az események hatására. Ezzel teljesen hasonlóan negatív események után (elhagyta a szerelme vagy elvált, elbocsátották a munkahelyéről, pénzügyi krízisen esett át, elvesztette egy szeretettét stb.), hetekkel, hónapokkal, vagy akár évekkel később is úgy tekintünk valakire, hogy biztosan nagyon szomorú (Gilbert et al., 1998). Ebből fakad az a vélekedés, hogy egy elszenvedett pénzügyi túltervezés *hosszú távon* óvatosságra inti a döntéshozókat. Azt hisszük, hogy rossz pénzügyi döntés okozta kudarc élménye figyelemre intő, vagy legalábbis elrettentő, hiszen a rossz pénzügyi döntések súlyos költséget róttak a vállalatra, to-

vábbá személyes következményei is lehettek (elbocsátás, elmaradt bónusz stb.). Ha egy elemző, egy optimista EPS-előrejelzéssel, a befektetőket arra sarkallta, hogy vásároljanak egy adott vállalat részvényeiből, akkor a befektetők a továbbiakban nem tartják hitelesnek előrejelzéseit. Ezen negatív konzekvenciákkal próbálják elérni, hogy az elemző a jövőben körültekintőbb legyen.

Az *időtartamelfogultságot* több okra vezették vissza, ami miatt egy-egy esemény kapcsán átélt érzelmi hatásról azt gondoljuk, hogy hosszú távú hatással bírnak (Gilbert et al., 1998). Ezek a következők:

1. *Félreértelmezés*: Nehéz megítélni valakinek a reakcióját egy eseményre, ha még *soha nem éltünk át hasonlót*.¹⁰ A körülmények jelentősen befolyásolják az eseményhez kapcsolható érzelmi hatást. Kevés embernek van tapasztalata vállalatvezetésben, nagy volumenű pénzügyi döntéshozatalban vagy EPS-előrejelzés készítésében. Számos ember számára ismeretlen eseményről van szó. Pénzügyi tervezés során, mint minden más kudarc esetében, a körülményekre való hivatkozás csökkenti a kudarc érzését.¹¹
2. *Pontatlan elméletek*: Vannak olyan események, amikről azt gondoljuk, hogy *egy kicsit ismerjük*. Pénzügyi konzekvenciákkal járó rossz döntései előbb-utóbb mindenkinek lesznek/voltak az életében. Egy rossz pénzügyi tervnek vagy optimista EPS-előrejelzésnek nagyon súlyos pénzügyi konzekvenciái vannak, melynek során feltételezzük, hogy nagy érzelmi megrázkódtatást él át a döntéshozó, kiindulva az általunk tapasztalt érzelmi hatásból egy kisebb összeg elvesztése kapcsán. Amikor pénzügyi túltervezésről beszélünk, akkor úgy gondoljuk, hogy *egy ember*, pl. az elemző, felelőssé tehető, és felelősnek érzi magát a rossz befektetésért, és azon gondolkodik, hol rontotta el. Valójában a döntéshozatalban számos forrásra támaszkodott, a felelősség könnyen áthárítható, és mint látni fogjuk, számtalan kibúvót vagy felmentést lehet találni.
3. *Alulkorrigálás*: A megrázkódtatás vagy az örömrézet az első pillanatban a legintenzívebb. Az idő múlásával az érzelmi hatás múlni kezd. Számos tudományterületen végzett vizsgálat bizonyítja, hogy ennek az intenzív érzésnek az idejét hosszabbnak várjuk, mint ameddig valójában tart, mivel a kezdeti megrázkódtatás mély nyomokat hagy. A kezdeti megrázkódtatás intenzitásával magyarázzák az *időtartam-elfogultság* kialakulását.

4. *Fókuszálási illúzió:* Az esemény elképzelése során kizárjuk az eseményt kísérő többi körülményt, melyek szintén hatással vannak érzelmi világunkra, illetve az idő múlásával számos esemény befolyásolja érzelmi hangulatunkat. Ezt a jelenséget *fókuszálási illúzió*nak (*focusing illusion*) is nevezik. A pénzügyi tervezés legnagyobb sikere, hogy ha a vállalat elnyer egy finanszírozási forrást (vállalatit, bankit, államit stb.), ami igen nagy örömeztet, elégedettséget okoz az első pillanatban, illetve időszakban. A siker fölötti örömeztet azonnal múlni kezd, amikor a projekt kivitelezés részleteivel kell elkezdni foglalkozni, a felmerülő problémákat kezelni és szembenézni a projekt kivitelezésével járó felelősséggel. Külső szemlélő ezeket a körülményeket figyelmen kívül hagyja, és azt várja, hogy később is a finanszírozási forrás elnyerése fölötti örömeztet egy általános, jó kedélyállapotot eredményez. Ezzel ekvivalens módon azok, akik egy-egy finanszírozási lehetőségtől elesnek, úgy gondoljuk, hogy tartósan keseregnek a történeteken, holott valószínűleg újabb feladatokra koncentrálnak és a lelki immunrendszer működésbe lép.

A fentiek alapján már érthető, hogy egy külső szemlélő azt várja, hogy hosszan tartó érzelmi válságba kerül a döntéshozó egy elhibázott pénzügyi beruházás után, melynek időtartamát az *időtartamelfogultság* miatt a valóságosnál hosszabbnak ítélik meg. A várakozással ellentétben a döntéshozó optimizmusa a következő feladatnál vagy pénzügyi tervnél radikálisan nem mérséklődik, és ennek magyarázata a lelki immunrendszer működésében keresendő.

Lelki immunrendszer: Miért nem csökken az optimizmus, önbizalom?

Feladatok végrehajtásakor jellemzően úgy jelentkezik a túlzott optimizmus, miszerint: „*Én egy olyan ember vagyok, aki ezt a célkitűzést el tudja érni!*” (Armor – Taylor, 2002), azaz saját képességeibe vetett hitről van szó (túlzott önbizalom). Amikor a kitűzött célok nem éri el, saját magáról alkotott képével kerül konfliktusba: „*Nem is vagyok olyan jó stratégia, vezető, pénzügyi szakember?*” Ez kognitív disszonancia, amelyet fel kell oldania.

A *kognitív disszonancia* fogalmát Leon Festinger vezette be 1957-ben. Azt állította, hogy ha valamilyen új információ vagy tapasztalat ellentmond a korábbi elképzeléseinknek vagy ismereteinknek, azaz

ellentmondást találunk gondolataink, hiedelmeink és a tapasztalt világ között, akkor disszonanciát, belső feszültséget élünk át. A túlzott önbizalom és optimizmus védelmére kognitív folyamatok lépnek működésbe, amelyek igazolják korábbi elképzeléseinket, igazolják döntéseink helyességét. Ezek a gondolkodásbeli folyamatok feloldják a kognitív disszonanciát, összehangolják saját énképünkkel és hiedelmeinkkel a tapasztalt eseményeket.

Kognitív disszonanciára egy aktuális példa: a pénzügyi viselkedéstan (*behavioral finance*) térnyerését korlátozza, hogy a pénzügyek területén jól kidolgozott paradigmák, normatív technikákon alapuló, megdöntetlen modellek vannak. A 2008-as válság tükrében az eddig jól működő pénzügyi modellek megkérdőjeleződtek. Az eddig jól működő tudományos modellek mellett a viselkedéstani (behavioral) megközelítések alkalmazásának elismerése, elfogadása, egyfajta beismerése lenne a normatív modellek *tökéletlenségének*. Az eddig alkalmazott modellek megkérdőjelezésével, azaz részben hibás feltételezések alkalmazása a nyugati kultúrákban a kompetencia megkérdőjelezőségével ér fel, ezért érthető módon nehezen engednek teret ennek az új tudománynak (Olsen, 2008). A tapasztalt disszonancia feloldására az a válasz született: *Ha nem is tökéletesek a modellek, de még mindig kielégítő megoldást adnak a valós világ leképezésére*. Ez a magyarázat egyrészt helytálló, továbbá feloldották a tapasztalt disszonanciát is (Olsen, 2008).

A *lelki immunrendszer* következtében általában relatíve elégedettek vagyunk magunkkal. Pszichológusok sokat kutatták a lelki gyógyulás folyamatát, számos eredményt mutattak fel (Gilbert et al., 1998). A lelki immunrendszer¹² működése kapcsán egy nagyon fontos megállapítás, hogy akkor működik igazán, ha senki sem figyeli. Amikor behatóan próbálták vizsgálni, azaz kérték, hogy mondják el az alanyok gondolataikat, érzéseiket, egyszerűen megszűnt működni. A másik nagyon fontos jellemzője, hogy nem vagyunk tudatában, hogy ez a kognitív folyamat javította hangulatunkat. Tudatalattink e működése nagyon fontos, hogy rejtve maradjon, mivel azok a vizsgálatba bevont alanyok, akik tudatában voltak ennek a folyamatnak, csalódotak voltak, hogy milyen lassan működik.¹³

Az *időtartamelfogultsághoz*, azaz az érzelmi megárazkodtatás idejének túlbecsléséhez úgy kapcsolódik a lelki immunrendszer, hogy feloldja azt a kognitív disszonanciát, amit a döntéshozó a rossz döntés után megél. Vállalatvezetők, pénzügyi döntéshozók számára rengeteg potenciális magyarázat, külső körülmény áll rendelkezésre, hogy a lelki immunrendszer jól működhessen. A lelki immunrendszer hatására a felelős-

séget áterhelik másra, vagy nem várt eseménnyel indokolják tévedéseiket (lásd később: tulajdonítási hiba – attribution error).

Kutatások bizonyítják (Armor – Taylor, 2002; Klaaren – Hodges – Wilson, 1994), hogy téves előrejelzések után az emberek elfogultan ítélik meg mind az elért eredményt, mind pedig a kezdeti elvárásaikat és terveiket. Ennek következtében indoklást, magyarázatot, avagy felmentést találnak arra, hogy miért nem teljesítették, vagy inkább miért nem teljesültek az elért célok.

Festinger (2000) úgy véli, hogy három módja van a kognitív disszonancia leküzdésének, melyek azonban nem zárják ki egymást:

1. A disszonancia alapját képező *hitek, vélemények vagy viselkedésmódok* közül egy vagy több megváltoztatása.
2. A disszonanciát okozó gondolatoknak/eseményeknek tulajdonított jelentőség csökkentése, esetleg teljes elfelejtése.

A projekt sikerét általában nem lehet objektíven megítélni, itt fontos szerephez jut az információs aszimmetria, ami a menedzser, a tulajdonosok és a hitelvezők között áll fenn. A menedzserek a projektnek azokat a jellemzőit emelik ki az értékeléskor, amiben az sikeresnek tekinthető, míg elhallgatják, elbagatellizálják azokat, ami alapján negatívan értékelhető. A terv-tény eltérések kiértékelésekor a számokon már nem tudnak változtatni, viszont az eltérések magyarázatában *újraértékelhetik az eredeti elvárásokat* (piaci részesedés növelése, marketingkampánynak köszönhető márkaismertség, átszervezésnek köszönhető hatékony működés), vagy másként emlékeznek a projekt sikerébe vetett hittel kapcsolatban („*Én egyébként előre sejtettem.*”).

Másik védekező technika, hogy *újraértékeli a kiindulási helyzetet*, melynek tükrében már az elért eredmény sikernek számít, vagy *új referenciacsoportot keresnek*, ami szintén az elért eredmények átértékeléséhez vezet. Mindezen mechanizmusok a visszatekintő heurisztika (hindsight bias) hatásának köszönhetőek, melyeket később mutatok be.

3. Olyan *új ismeretek szerzése*, amelyek alátámasztják meglévő elképzeléseinket, és ilyen módon szorítják háttérbe a disszonanciát.

Ez esetben a vezetők a projekttel kapcsolatos új információkra, a korábbi döntés megalapozottságát befolyásoló hiányos ismereteikre támaszkodnak. Az előző ponthoz hasonlóan: új referenciacsoport, alulsúlyozott információk újraértékelése vagy vis maior információk

keresésével tudják a disszonanciát csökkenteni. Előre nem látható, külső tényezőkkel indokolják a bukást. A lelki immunrendszer gondoskodik róla, hogy nem a képességek hiánya vagy elégtelen volta indokolja, hogy nem sikerült teljesíteni az elvárásokat, hanem váratlan tényezők gátolták meg a vezetőt ebben. Ezzel ellentétben a sikereket saját képességeik számlájára írják. Leon Festinger harmadik pontjához szintén jól kapcsolható két ismert kognitív mechanizmus: a visszatekintő heurisztika (hindsight bias), továbbá a *tulajdonítási hiba* (attribution bias).

A következőkben a visszatekintő heurisztika, majd a tulajdonítási hiba működését mutatom be, melyek a lelki immunrendszer működésének fontos összetevői.

Visszatekintő heurisztika (hindsight bias)

A *visszatekintő heurisztika* az a kognitív folyamat, amikor az ember az esemény bekövetkezése után a meglévő információk birtokában úgy érzi, hogy a döntés pillanatában is tudta volna a legjobb megoldást, azaz az információkat helyesen súlyozta volna. Ez a heurisztika alapvetően akkor jelentkezik, amikor negatív esemény következik be. A hétköznapi életben közismert jelenség, hogy focimeccsek után a focirajongók egymás szavába vágva mondják a helyes/nyerő játékstratégiát, és biztosak benne, hogy az edző/játékos helyében ők a helyes stratégiát választották volna. Ugyanígy van a pénzügyi döntéshozatal területén is. Egy bebukott projektnél utólag pontosan látszanak az intő jelek, melyet a döntéshozó nem vett figyelembe a tervezés során.¹⁴

Túlzott önbizalomra hajlamos embereknél megfigyelték, hogy *az elért teljesítményüket akkor is pozitívan értékelték, hogyha az a korábbi elvárásukat alulmúlta*. Sokszor a *kezdeti elvárásokra* úgy emlékeztek vissza, mintha az elért teljesítménnyel konzisztens lenne, azaz az előrejelzéseikre visszaemlékezve azok kevésbé voltak optimisták és túlzóak. Cooper és Artz (1995) végzett ilyen vizsgálatot üzleti vállalkozásoknál. Három évvel az indulás után a tulajdonosok pozitívan értékelték sikereiket, még akkor is, ha azok elmaradtak a várakozásoktól. A legmeglepőbb, hogy az elégedettség akkor is fennállt, amikor objektíven mérték az elért sikereket.

Arra a következtetésre jutott több vizsgálat is, hogy azok, akik a legoptimistábbak a várakozásaikban, azok ítélik meg teljesítményüket a legkedvezőbben, függetlenül attól, hogy előzetes várakozásaikat mennyire teljesítették. Sokszor ez annak a következménye, hogy az előrejelzésektől való elmaradás után az elvárásokat kérdőjelezzik meg, azokat ítélik irreálisnak, mintsem, hogy az elért teljesítményüket ítélnék meg negatívan. Ez részben indokolható is, mivel új információk bir-

tokában, főleg bizonytalan események megítélésekor, úgy tűnik az események tükrében, hogy jobban előre lehetett látni, mint amennyire valójában. Aktuális példa erre, hogy ki gondolta volna, hogy bekövetkezik a 2007–2008-as válság; vagy jelenleg, hogy ennyi ideig elhúzódik.

Másik megoldás az elért eredmények pozitív értékelésére, hogy a *kiindulási állapot megítélésén változtatnak*. Diákok között végzett vizsgálat bizonyította (Cooper – Artz, 1995), hogy a diákok egy gyenge kurzus után, a kurzus által fejlesztett képességükről úgy nyilatkoztak, hogy a kurzus előtt az gyengébb volt, mint ahogyan azt a kurzus előtt ők gondolták. Ezzel indokolták meg a kurzus hasznosságát, hogy azt ne érezzék elfecsérelt időnek és pénznek. Pénzügyi vállalkozás során hasonló tapasztalunk, amikor a vállalat vezetője egy balul sikerült marketingkampány után úgy vélekedik, hogy azért biztosan javult a cég megítélése a vásárlók körében, vagy egy elhibázott beruházást a vállalat lehetőségeinek növekedésével indokol, melynek következtében a projektet végeredményben sikeresnek lehet tekinteni.¹⁵ Természetesen ezen magyarázatok lehetnek valóságok, illetve számos esetben önbeteljesítőek, azonban objektív mérésük nehézkes.

A másik megoldás, hogy olyan projektekkal *hasonlítják össze az általuk elért teljesítményt, amelyik annál rosszabb eredményt produkált*, ezzel igazolva, hogy az elért teljesítmény jobb, mint a másik. Amennyiben a környezetben nem találunk ilyen eseteket, akkor elképzelik, hogy mennyivel rosszabb helyzetben is lehetnének. Például pénzügyi vállalkozások esetében a tervektől való elmaradás során annak is örülnek, hogy legalább nyereséget értek el, vagy csak kicsi a veszteség, végső soron, hogy nem csődöltek be, mint néhányan a versenytársak közül, vagy az időbeni ütemezés csúszása esetén annak örülnek, hogy csak 1 évet csúsztak, ellentétben a többiekkel, akik pl. 3-at.

Összegezve, a visszatekintő heurisztika hatásaként az emberek

- átértékelik korábbi elvárásaikat, azokat alacsonyabb szintre hozzák,
- magán a kiindulási helyzet értékelésén változtatnak,
- az elért teljesítmény értékeléséhez olyan benchmarkot, referenciát (hasonló projektet, vállalatot) keresnek, amelyikkel szemben az elért eredmények jónak tekinthetők.

Tulajdonítási hiba (attribution bias)

A túlzott önbizalom fő forrása és táplálója az a természetes emberi tulajdonság vagy hajlam, hogy túlértékeljük saját képességeinket, és ennek egyik ha-

tásaként bizonyos események okát félreértelmezzük (Kahneman – Lovallo, 2003). A tulajdonítási vagy attribúciós hibának legtipikusabb formája, hogy a pozitív eseményeket az emberek saját befolyásuknak tulajdonítják, míg a negatív eseményeket külső faktoroknak, függetlenül attól, hogy mi is történt valójában.¹⁶ Sokszor maga a meglepetés, amikor realizálják, hogy az elvárásaik nem teljesültek, kivált egy olyan mentális folyamatot, amelynek következtében egy reálisabb elvárást generálnak. Mindez segíti olyan események felsorolásában, amelyek a korábbi elvárásokat irreálisá teszik (excursion rationalization).

„Éves jelentésekben a részvényeseknek írt levelek vizsgálata kimutatta, hogy a vállalat vezetői a kedvező eredményeket olyan tényezőknek tulajdonították, amiket kontroll alatt tartanak, úgymint vállalati stratégia vagy K+F programok. Kedvezőtlen kimeneteket azonban sokkal inkább indokoltak olyan kontrollálhatatlan eseményekkel, mint időjárás vagy infláció.”

(Kahneman – Lovallo, 2003: 59. oldal)

A pénzügyi tervezésben a *tulajdonítási hiba* tipikus megjelenési formája, amikor a vállalati vezetők a pozitív kimeneteket nehezen mérhető személyes képességeik javára írják, mint szervezőképesség, menedzseri képességek, stratégiaképesség, melynek hatásai szintén nehezen mérhetőek, mint a vállalati stratégia hatékonysága, a K+F vagy a marketing megtérülése. Ezek a sikertényezők olyan képességekhez köthetők, amikkel kapcsolatban túlzott önbizalommal rendelkezik a döntéshozó. Ezzel ellentétben a negatív eseményeket külső tényezőkkel magyarázzák, mint időjárás, infláció, a versenytársak nem várt lépései, vagy a jelenlegi gazdasági helyzetet jellemző gazdasági válság stb. Ezt a jelenséget tőzsdei cégek éves jelentésének vizsgálatával bizonyították.

Az optimizmus előnye

A túlzott optimizmus egyik kétségtelen káros hatása, hogy az emberek a valós veszélyeket alulértékelik, bizonyos tekintetben sérthetetlennek tartják magukat. Mindez növeli a kockázatvállalási hajlandóságot, ami a hétköznapi életben is veszélyes viselkedést indukál (Armor – Taylor, 2002). Számos empirikus bizonyítékot láttunk arra, hogy az optimizmus az üzleti életben is növeli a kockázatvállalási hajlandóságot, ami végső soron rossz tőkekihelyezést jelent: a projekt kivitelezése elhúzódik, a beruházás költsége túllépi a keretet, vagy a piaci igény elmarad a prognosztizálttól, ami alacsony árbevételben, veszteséges üzletmenetben testesül meg.¹⁷

A cikk a pénzügyi tervezésben tapasztalt túltervezés okaként vizsgálja a túlzott optimizmust. Meg kell azonban jegyezni, hogy az optimizmusnak helye van a mindennapi és az üzleti életben is.

Az optimizmus sokkal több lelkesedést generál, mint a realizmus, nem is említve a pesszimizmust. Lendületet ad, amikor nehéz helyzettel, vagy kihívó célokkal szembesülünk. Meg kell azonban találni az egyensúlyt az optimizmus és a realizmus között. Az agresszív célok motiválják a csapatot és növelik a siker esélyét, de törekedni kell az optimizmus mérséklésére, amikor azért készítünk előrejelzést, mert egy tőkehielyezésről kell dönteni. A döntéshozóknak a reális megközelítésre kell törekedni, míg az irányítóknak az optimizmusra. Egy optimista vállalati vezető (CFO, CEO) nagy veszélyt jelent a vállalatra, míg a K+F vezetőjénél az optimizmus hiánya aláásná a fantázia szárnyalását. Az értékesítési osztályon elemi fontosságú a sziporkázó ötletgazdagság.

Valójában a projekt végrehajtóinak nem kellene látania a reális elemzést, mert letörheti lelkesedésüket. Az objektív előrejelzés segít megtalálni a legokosabb célokat és a megfelelő eszközöket. Amikor már egy vállalat elkötelezte magát egy projekt mellett, semmiképpen sem jó a morálnak és a teljesítménynek, ha állandóan vizsgálja és nézi a siker buktatóit. Megfelelő mennyiségű optimizmussal könnyebben átlendülnek azokon az akadályokon, amelyekkel a vállalat szembesül a végrehajtás során (Kahneman et al., 2003).

Bizonyították, hogy a pozitív várakozások szignifikánsan növelik a teljesítményt. Másrésztől, akik pozitív célokat fogalmaznak meg, jobban teljesítenek, mint akik nem. A vizsgálat során a feladat befejezésének idejét vizsgálták. A vizsgálati alanyok meghatározták a határidőt, ami persze megfelelően optimista volt, és a feladatot nem tudták a kijelölt határidőre teljesíteni, de előbb fejezték be a feladatot, mint azok, akik nem tűztek ki határidőt (Armor et al., 2002). A szerzők azt a következtetést vonták le, hogy az optimizmus vagy a túlzott önbizalom közelebb viszi az embereket a céljaikhoz, mintha nem lennének túlzottan optimisták. Az optimizmus, még akkor is, ha túlzott mértékű, nagyon fontos olyan feladatok esetén, amik kitartást igényelnek. Különösen kitartást igénylő feladat egy projekt végrehajtása, melynek során számtalan nehézséggel és buktatóval szembesülnek a projekt kivitelezői. A végrehajtás során szükség van az optimizmusra, de amikor a projekt elindításáról kell dönteni, akkor törekedni kell az optimizmus mérséklésére.

Összegezve: a túlzott önbizalommal rendelkező emberek motiváló célokat tűznek ki, és magasabb teljesítményt érnek el.

Végeredményben abban egyetért minden kutató, hogy a pénzügyi előrejelzések során az optimizmus csökkentésére kell törekedni, melynek első lépése, hogy feltárjuk a legfontosabb okokat, megismerjük az optimizmus forrásait és azok kialakulását.

Összefoglalás

Számos kutatás bizonyította, hogy a pénzügyi tervekben a döntéshozók szisztematikusan kedvezőbb értékeket adnak meg, mint amit később a vállalat realizál. A pénzügyi tervezés egyik formája az EPS-előrejelzés, amelynek pontosságát vizsgáló kutatások is hasonló eredményre jutottak. A bemutatott empirikus kutatás azt vizsgálta, hogy a gazdasági világválság első másfél évében az EPS-előrejelzési hiba milyen irányú volt néhány kiemelt magyar és osztrák vállalat esetében. A korábbi kutatásoknak megfelelően azt tapasztaltuk, hogy a vizsgált adatbázison az EPS-előrejelzési hiba pozitív, tehát a gazdasági világválság sem tudott az optimista irányú EPS-előrejelzési hibán változtatni.

A túltervezés jelenségének legtöbbször említett oka a menedzser, vagy az elemző túlzott önbizalma, optimizmusa. A túlzott önbizalom a képességek túlértékelését, míg a túlzott optimizmus a jövőbeni események bekövetkezésének túlzottan pozitív szubjektív megítélését jelenti.

A kudarcok után azt várjuk, hogy a következő döntésnél kisebb lesz a túltervezés mértéke, azonban a tapasztalatok ennek ellentmondanak. Magyarán arra, hogy miért gondoljuk, hogy a kudarcot átélt menedzser vagy elemző óvatosabb a jövőben, és miért nem feltétlenül igaz ez a gyakorlatban.

Az átélt kudarcok miatt a döntéshozó ellentmondásba kerül a saját magáról alkotott képpel, illetve a képességeibe vetett hittel. Ez kognitív diszsonancia, melynek orvoslásáért a lelki immunrendszer felelős. Két heurisztika szerepelt, melyek a lelki immunrendszerhez kapcsolódnak: a visszatekintő heurisztika és a tulajdonítási hiba.

Összességében a túlzott optimizmus és önbizalom rendkívül motiváló lehet, merész célok kitűzésére sarkall, ami növelheti a teljesítményt. Amikor azonban egy beruházás értékeléséhez készül pénzügyi terv, akkor törekedni kell a realitásra. A kivitelezés során a döntéshozók számára ezzel szemben egy reális terv helyett érdemes lehet motiváló célkitűzéseket, azaz optimista tervértékeket megadni.

Lábjegyzet

- ¹ “Even small deviations of actual earnings from analysts’ consensus forecasts can cause stock prices to change, sometimes substantially. ... Numerous studies have found that consensus analysts’ forecasts are both systematically biased and statistically inefficient.” (Darrough, Russell, 2002; 127.old.)
- ² Az EPS-mutatóról részletesen lásd Virág – Becker – Varsányi – Turner (2005).
- ³ A Bloomberg vezető üzleti és pénzügyi információk hírportál.
- ⁴ Az EPS-tényérték számításánál a hígítás azt jelenti, hogy a nettó eredmény összege és a részvények számát korigálják olyan tényezőkkel, amelyek tükrözik a potenciálisan kibocsátható törzs-részvények hatását. A hígított érték minden esetben alacsonyabb, mint a hígítatlan. A hígítás célja, hogy bemutassa a részvényesek számára azt a *legrosszabb esetet*, amely bekövetkezhet a törzs-részvényesek számára, ha a potenciális törzs-részvényeket kibocsájtják.
- ⁵ “People tend to be overly optimistic about their relative standing on any activity in which they do moderately well.” (*Daniel Kahneman 2011*)
- ⁶ Az egyik legismertebb vizsgálat a következő: A vizsgálati csoport tagjaitól megkérdezik: „Milyen jó autóvezetőnek tartja magát az átlaghoz képest?” Ha az emberek nem lennének általában túlzottan optimisták, azaz nem értékelnék túl autóvezetéshez szükséges képességeiket, akkor körülbelül a harmada azt mondaná, hogy átlag feletti, a másik harmada, hogy átlag alatti és egyharmad pedig átlagosnak értékelné autóvezetői képességét. Egy amerikai egyetemen végzett tanulmány során a diákok 82% vélte úgy, hogy átlagon felüli vezetői képességekkel bír (Nofsinger, 2007; Barberis – Thaler, 2001; Svenson, 1981). Egy egyetem hallgatói között végzett vizsgálat során a diákok 70%-a gondolta átlag felettinak a saját képességeit társaihoz képest, és csak 2% átlag alattinak. Csapatmunkában 60% gondolta úgy, hogy benne van a legjobb 10%-ban, míg 25% a legjobb 1%-ban (Armor – Thaylor 2002). Érdekes módon a nagy önbizalom a tapasztalattal és az idővel nem csökken, hanem növekszik, amit egy másik kutatás bizonyít. Egy amerikai egyetemen a professzorok 94%-a gondolta úgy, hogy átlag feletti munkát végez kollégáikkal összevetve (Dunning – Meyerowitz – Holzberg, 2002).
- ⁷ A vizsgálat során mindig meghatározzák, hogy milyen csoporton belül kell értékelnüik az esélyeiket.
- ⁸ Másodéves MBA-hallgatók körében azt tapasztalták, hogy túlértékelték a várható állásajánlatok számát, továbbá a kezdő fizetésüket, amit majd kapni fognak végzősként, valamint azt is, hogy milyen hamar fogják megkapni az első állásajánlatukat. Armor et al. (2002) laborvizsgálásában a vizsgálati alanyok 85–90%-a úgy találta, hogy boldogabb jövő vár rá, mint a csoport átlagos jövője. Mindez arra mutat rá, hogy a többség túlértékeli a saját jövőbeni kilátásait.
- ⁹ A felvásárlás és összeolvadások esetében a túlzott optimizmus hatása akkor különösen veszélyes, amikor a szinergia által okozott bevételnövekedést és költségcsökkenést kell előre jelezni. Jellemzően az árbevételeknél nagyobb a tévedés, mint a költségek oldalán (Lovallo et al., 2007), tehát a jövő pozitív eseményeit, mint az értékesítési volumen növekedését és a mérhető költségéből következő költségmegtakarítást, túlértékeli.
- ¹⁰ Megvakulni kegyetlen dolog, és ezért általában úgy gondoljuk, hogy akik megvakulnak életük során, azok biztosan nagyon szomorúak. Amikor az eseményt elképzeljük, akkor nem gondoljuk végig azt, hogy hányféle formán és módon következhet be, és mennyire másként lehet értelmezni a körülmények tükrében.

Megvakulni lehet egyik napról a másikra, vagy hosszan elhúzódó kezelések után, de kapcsolódhat egy hősies tethez, pl. egy égő házból kimentett kisgyerekhez. (Gilbert et al., 1998).

- ¹² Nem mindegy, hogy egy vállalkozást önszántából indított valaki, vagy örökölte és nyűgnek tartotta, mielőtt csődbe vitte. Számos esemény „sodorhatta” a döntéshozót abba a helyzetbe, hogy belefogott az adott vállalkozásba vagy projektbe, illetve számos külső eseményt lehet találni, ami felmenti a döntéshozót a felelősség alól.
- ¹³ Hétköznapi példa a lelki immunrendszer működésére, hogy válás esetén közismert mondat, hogy sose szerettem igazán, vagy sosem voltunk igazán boldogok stb.
- ¹⁴ Lelki immunrendszer (Gilbert et al., 1998) működésének hatására az emberek általában felemlegetik a sikereiket, és átsiklanak a nehézségeiken; ünneplik a diadalaikat, és megbocsátják tévedéseiket; megfejeleik sikereiket, és kimagyarazzák a ballépéseiket.
- ¹⁵ A döntéshozás folyamatában a döntéshozó igyekszik megerősítő információkat gyűjteni, amelyekről azt gondolja, hogy igazak, és mellőzi a döntéseknek elvárásaival ellentmondó információk keresését, elfogadását (Chapman – Johnson, 2002; Zoltayné, 2005). Hétköznapi megfogalmazásban „az emberek azt hallják, amit hallani akarnak” (Moisland, 2000). Később már látszik, hogy mely információkat kellett volna jobban súlyozni, ekkor a visszatekintési heurisztika hatásaként a külső szemlélő úgy gondolja, hogy ő jobb döntést hozott volna.
- ¹⁶ Ez a reálopciók értékelésének problémája. Például egy beruházás növekedési lehetőségeket nyithat meg a vállalat előtt, mely miatt a beruházást pozitívan ítélik meg.
- ¹⁷ Hétköznapi feladatok késedelmes kivitelezésének indoklásakor a vizsgálati alanyok jellemzően külső tényezőkkel indokolták a késedelmet. Azonban az eseményeket objektíven vizsgálva sokkal inkább volt a késedelem oka a rossz időbeosztás, azonban az alanyok mégis a külső tényezőket hibáztatták. Egy másik vizsgálat során azt vizsgálták, hogy a vizsgálati alany maga a kitűzött célok elérésében mennyire játszott szerepet, függetlenül attól, hogy sikerült vagy nem befejezni a feladatot. Azt tapasztalták, hogy siker esetén sokkal inkább saját képességeikkel indokolták, míg ha nem sikerült teljesíteni a feladatot a kitűzött időn belül, akkor külső tényezőkkel (Buehler – Griffin – Ross, 2002).
- ¹⁸ Természetesen el lehetne gondolkozni azon, hogy hány jó vállalkozás nem valósul meg túlzott pesszimizmusból. Sajnos erre nem lehet adatot szerezni, hiszen az ötletet csírájában elvetették. Felmerül a kérdés, hogy ezek figyelembevételével lehetséges, hogy átlagot tekintve nincs se optimizmus, se pesszimizmus?

Felhasznált irodalom

- Armor, A. – Taylor, D. – Shelley E. (2002): When Predictions Fail: The Dilemma of Unrealistic Optimism. in: Gilovich, T. – Griffin, D.W. – Kahneman, D. (eds.) (2002): Heuristics and Biases: The psychology of intuitive judgement. Cambridge: Cambridge University Press: p. 334–347.
- Bagella, M. – Becchetti, L. – Ciciretti, R. (2007): Earning Forecast Error in US and European Stock Markets. European Journal of Finance, March, Vol. 13, Issue 2: p. 105–122.
- Barberis, N. – Thaler, R. (2001): A Survey of Behavioral Finance. Working Paper. Boston: Harvard University

- Beckers, S. – Steliaros, M. – Thomson, A. (2004): Bias in European Analysts' Earnings Forecasts. *Financial Analysts Journal*, March/Apr, Vol. 60, Issue 2: p. 74–85.
- Buehler, R. – Griffin, D. – Ross, M. (1994): Exploring the „Planning Fallacy”: Why People Underestimate Their Task Completion Times. in: Gilovich, T. – Griffin, D.W. – Kahneman, D. (eds.) (2002): *Heuristics and Biases: The psychology of intuitive judgement*. Cambridge: Cambridge University Press: p. 250–270.
- Camerer, C. – Lovallo, D. (1999): Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach. *American Economic Review*, March, Vol. 89, Issue 1: p. 306–318.
- Capstaff, J. – Paudyal, K. – Rees, W. (2001): A Comparative Analysis of Earnings Forecasts in Europe. *Journal of Business Finance & Accounting*, Jun, Vol. 28, Issue 5/6
- Chapman, G.B. – Johnson, E.J. (2002): Incorporating the Irrelevant: Anchors in Judgements of Belief and Value. in: Gilovich, T. – Griffin, D.W. – Kahneman, D. (eds.) (2002): *Heuristics and Biases: The psychology of intuitive judgement*. Cambridge: Cambridge University Press
- Clayman, M.R. – Schwartz, R. (1994): Falling in Love Again: Analysts' Estimates and Reality. *Financial Analysts Journal*, Sept/Oct, Vol. 50, Issue 5: p. 66–68.
- Cooper, A.C. – Artz, K.W. (1995): Determinants of satisfaction for entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, Nov, Vol. 10, Issue 6: p. 439–458.
- Cooper, A.C. – Woo, C.Y. – Dunkelberg, W.C. (1988): Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3: p. 97–108.
- Cotter, J. – Tuna, I. – Wysocki, P. (2006): Expectations management and beatable targets: How do analysts react to explicit earnings guidance? *Contemporary Accounting Research*, 23 3: p. 593–624.
- Darrough, M.N. – Russell, T. (2002): A Positive Model of Earnings Forecasts: Top Down versus Bottom Up. *The Journal of Business*, 2002, Vol. 75, Issue 1: p. 127–152.
- DeBondt, W.F.M. – Thaler, R. (1985): Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3): p. 793–805.
- Djatej, A. – Gao, G. – Sarikas, R.H.S. – Senteney, D.L. (2008): An Investigation Of The Impact Of Degree Of IFRS Implementation On The Comparative Accuracy And Bias Of Equity Securities Analysts East And West European Firms Earnings Forecasts. *Journal of Applied Business Research*, 4th Quarter, Vol. 24, Issue 4: p. 65–68.
- Dreman, D. – Berry, M. (1995): Analyst Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysis. *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 3 (May/June): p. 30–41.
- Dunning, D. – Meyerowitz, J. – Holzberg, A. – Amy, D. (2002): Ambiguity and Self Evaluation: The Role of Idiosyncratic Trait Definitions in Self-Serving Assessments of Ability. in: Gilovich, T. – Griffin, D.W. – Kahneman, D. (eds.) (2002): *Heuristics and Biases: The psychology of intuitive judgement*. Cambridge: Cambridge University Press: p. 324–333.
- Duru, A. – Reeb, D.M. (2002): International Diversification and Analysts' Forecast Accuracy and Bias. *Accounting Review*, Apr, Vol. 77, Issue 2: p. 415–433.
- Eames, M.J. – Glover, S.M. (2003): Earnings Predictability and the Direction of Analysts' Earnings Forecast Errors. *Accounting Review*, Jul, Vol. 78, Issue 3: p. 707–724.
- Easterwood, J.C. – Nutt, S.R. (1999): Inefficiency in Analyst's Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism? *Journal of Finance*, Oct, Vol. 54, Issue 5: p. 1777–1797.
- Festinger, L. (2000): *A kognitív diszonzancia elmélete*. Budapest: Osiris Kiadó
- Gilbert, D.T. – Pinel, E.C. – Wilson, T.D. – Blumberg, S.J. – Wheatley, T.P. (1998): Immune neglect: A source of durability bias in affective forecasting. *Journal of Personality and Social Psychology*, 75: p. 617–638.
- Griffin, D. – Tversky, H. (1992): The weighting of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, 24: p. 411–435.
- Kahneman, D. (2011): *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux
- Kahneman, D. – Lovallo, D. (2003): Delusion of Success: How Optimism Undermines Executives Decisions. *Harvard Business Review*, July
- Ke, B. – Yu, Y. (2006): The effect of issuing biased earnings forecasts on analysts' access to management and survival. *Journal of Accounting Research*, 44: p. 965–999.
- Kent, D. – Hirshleifer, D. – Subrahmanyam, A. (1998): Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, Dec, Vol. 53, Issue 6: p. 1839–1885.
- Klaaren, K.J. – Hodges, S.D. – Wilson, T.D. (1994): The role of affective expectations in subjective experience and decision making. *Social Cognition*, 12: p. 77–101.
- Krizan, Z. – Windschitl, P.D. (2007): The Influence of Outcome Desirability on Optimism. *Psychological Bulletin*, Jan, Vol. 133, Issue 1: p. 95–121.
- Libby, R. – Hunton, J. – Tan, H. – Seybert, N. (2008): Relationship incentives and the optimistic/pessimistic pattern in analysts' forecasts. *Journal of Accounting Research*, 46: p. 173–198.
- Lim, T. (2001): Rationality and Analysts' Forecast Bias. *Journal of Finance*, Febr, Vol. 56, Issue 1: p. 369–385.
- Lovallo, D. – Viguerie, P. – Uhlaner, R. – Horn, J. (2007): Deals Without Delusions. *Harvard Business Review*, Dec, Vol. 85, Issue 12: p. 92–99.
- Moisland, D. (2000): Effective Financial Planning in the Presence of Judgment Heuristics. *Journal of Financial Planning*, Apr, Vol. 13, Issue 4: p. 130–134.
- Nofsinger, J.R. (2007): *The Psychology of Investing*. 3rd edition, Washington, D.C.: Washington State University
- Olsen, R.A. (2008): Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance. *Journal of Behavioral Finance*, 2008, Vol. 9, Issue 1: p.1–4.

- Svenson, O.* (1981): Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers? *Acta Psychologica*, 47(2): p. 143–148.
- Taylor, S.E. – Brown, J.D.* (2003): Illúzió és jóllét. A lelki egészség a szociálpszichológia szemszögéből. in: Komlósi – Nagy (szerk) (2003): *Énelméletek*. Budapest: ELTE Eötvös Kiadó: p. 413-438.
- Virág M. – Becker P. – Turner A. – Varsányi J.* (2005): *Értékalapú stratégiák: A pénzügyi teljesítmény értékvezérelt menedzsmentje*. Budapest, Akadémiai Kiadó
- Zoltayné Paprika Z.* (2005): *Döntéselmélet*, 2., 3., 5., 7. fejezet. Budapest: Alinea Kiadó
- Weinstein, N.D.* (1980): Unrealistic Optimism About Future Life Events. *Journal of Personality and Social Psychology*, Nov., 39 (5): p. 806–820.
- Weinstein, N.D. – Klein, W.M.* (1995): Resistance of personal risk perceptions to debiasing interventions. *Health Psychology*, Vol 14(2), March: p. 132–140.
- Zacks, L.* (1979): EPS Forecasts – Accuracy Is Not Enough. *Financial Analysts Journal*, March/Apr, Vol. 35 Issue 2: p. 53–56.

Cikk beérkezett: 2012. 10. hó

Lektor vélemény alapján véglegesítve: 2012. 12. hó
