

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VEDENJSKE PRISTRANSKOSTI PRI ODLOČITVAH  
POVEZANIH S POKOJNINSKIM VARČEVANJEM**

Ljubljana, junij 2020

DOMINIK MAJHENIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Dominik Majhenič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vedenjske pristranskosti pri odločitvah povezanih s pokojninskim varčevanjem, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Alešem Berkom Skokom

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis študenta: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD .....	1
<b>1 POKOJNINSKI SISTEMI .....</b>	<b>4</b>
1.1 Pokojninski sistemi skozi zgodovino .....	4
1.2 Demografske značilnosti družbe.....	6
1.3 Pokojninski sistem v Sloveniji .....	10
<b>2 NALOŽBENE OBLIKE PRI VARČEVANJU ZA STAROST .....</b>	<b>12</b>
2.1 Neposredna in posredna udeležba na trgu vrednostnih papirjev .....	12
2.2 Samousmerjeni pokojninski račun.....	14
2.3 Program z določenimi pravicami ali program z določenimi prispevki.....	15
2.4 Pregled po državah .....	18
<b>3 VEDENJSKE FINANCE.....</b>	<b>20</b>
3.1 Dispozicijski učinek .....	24
3.2 Pravilo palca .....	25
3.3 1/n hevrstika .....	26
3.4 Prevelika samozavest.....	27
3.5 Ekstrapolacijska pristranskost.....	29
3.6 Učinek izstopajočega dogodka .....	29
3.7 Sidranje.....	31
3.8 Status nedejavnosti .....	32
3.9 Odlašanje s pričetkom varčevanja .....	33
3.10 Teorija izgledov .....	34
<b>4 TEORIJA ŽIVLJENJSKEGA CIKLA.....</b>	<b>36</b>
4.1 Standardna teorija življenjskega cikla .....	37
4.2 Vedenjska teorija življenjskega cikla in njene pristranskosti .....	39
4.2.1 Potrošniška vrzel .....	42
4.2.2 Uokvirjanje .....	44
4.2.3 Samokontrola.....	46
4.2.4 Miselno računovodstvo .....	48
4.2.5 Čredništvo.....	50
4.3 Primeri vedenjske teorije življenjskega cikla v praksi.....	51

<b>5</b>	<b>PRIPOROČILA ZA PRAVOČASNO IN OPTIMALNO VARČEVANJE .....</b>	<b>55</b>
5.1	Priporočila na podlagi vedenjskih pristranskosti.....	55
5.2	Vloga in potencialen vpliv tehnologije .....	60
5.3	Zaključek in odgovori na raziskovalna vprašanja .....	61
	<b>SKLEP .....</b>	<b>63</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>66</b>

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Standardna in vedenjska teorija življenjskega cikla.....	42
--	----

## KAZALO SLIK

Slika 1: Globalna populacija in letna rast: podatki od leta 1950 do leta 2019 in ocena od leta 2020 do 2100 s 95 % napovednim intervalom .....	6
Slika 2: Ocena in projekcija globalne populacije po širši starostni skupini, 1950–2100.....	7
Slika 3: EU-28 Prebivalstvena piramida, 2001 in 2017 (število žensk in moških po starostnih razredih).....	8
Slika 4: EU-28 Prebivalstvena piramida, 2020 in 2080 (število žensk in moških po starostnih razredih).....	8
Slika 5: Struktura prebivalstva v Sloveniji za leto 2013 in 2060 .....	10
Slika 6: Funkcija vrednosti.....	35
Slika 7: Ilustracija enakomerne potrošnje .....	38
Slika 8: Piramida virov proračuna in piramida porabe proračuna.....	40
Slika 9: Razporeditev višine prispevkov v pokojninskih načrtih .....	52

## SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

**BDP** – bruto domači proizvod

**CAPM** – (angl. Capital asset pricing model); model vrednotenja dolgoročnih naložb

**DE** – (angl. disposition effect); dispozicijski učinek ali učinek nagnjenosti k realizaciji dobičkov in nerealizaciji izgub

**ERISA** – (angl. Employee Retirement Income Security Act); Zakon o zavarovanju dohodka ob upokojitvi

**EU** – Evropska unija

**IPR** – individualen pokojninski račun

**NFL** – (angl. U. S. National Football League); Ameriška nacionalna nogometna liga

**OECD** – (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development); Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj

**PAYG** – (angl. Pay as you go); sprotno plačevanje

**SEC** – (angl. U. S. Securities and Exchange Commission); Ameriška agencija za vrednostne papirje in borzo

**SEP** – (angl. simplified employee pension); poenostavljena pokojnina za zaposlenega

**SIMPLE** – (angl. savings incentive match plan for employees); varčevalna spodbuda usklajevalnega načrta za zaposlenega

**ZDA** – Združene države Amerike

**ZPIZ** – Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju



## UVOD

Pokojnine so predmet obravnave številnih vlad po svetu, ki se zadnja leta ukvarjajo s problematiko financiranja starostnikovih prejemkov, do katerih so upravičeni po končani delovni dobi in izpolnjenih pogojih. V Sloveniji se država zaveže, da bo upravičenkam in upravičencem izplačevala pokojnine in druge prejemke iz obveznega zavarovanja tudi v primeru, če so sredstva, namenjena temu, že porabljena. V teh primerih se razlika pokrije iz državnega proračuna oziroma iz drugih virov Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-2), Ur. l. RS, št. 96/2012. Življenjska doba se podaljšuje, prebivalstvo se stara, delež starejših se povečuje, leta 2017 je bil v Evropi za kar 2,4 % večji kot deset let pred tem. V Sloveniji se je ta delež iz 15,9 % dvignil na 18,9 %, kar pomeni še hitrejšo staranje prebivalstva glede na evropsko povprečje (Eurostat, 2019). Posledično država porabi veliko sredstev za financiranje pokojnin. Leta 2013 je za pokojnine porabila 13 % bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP), medtem ko je bilo povprečje 29 držav Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development, v nadaljevanju OECD) 9,1 % (OECD, 2017). Medgeneracijska solidarnost ne zadostuje več za financiranje pokojnin in ostalih prejemkov. Zaradi omenjenih težav se podaljšuje delovna doba in zvišuje starost, pri kateri se lahko upokojimo. OECD (2017) navaja, da bi se moral prispevek za pokojnine zvišati za približno 15 odstotnih točk, če bi država želela pokriti predvideno rast pokojninskih izdatkov v primerjavi z BDP za 3,5 odstotnih točk. To bi seveda predstavljalo ogromno obremenitev mlajših generacij. Upravičenci so zato sami začeli razmišljati o aktivnem varčevanju skozi delovno dobo, s čimer bi si zagotovili večjo neodvisnost od državnih sredstev.

Poznamo različne oblike varčevanja, kot so vlaganje trenutnega presežka v sklade, nakup nepremičnin, dragih kovin ali umetnin. Nekateri investirajo neposredno v delnice ali posredno preko vzajemnih oziroma naložbenih skladov, spet drugi pa se odločajo za samsmerjene pokojninske varčevalne račune, kot so individualni pokojninski računi ali kakšne druge oblike, na primer *401k* načrt, ki ga poznajo v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Uspešno investiranje in posledično dobra pokojnina sta odvisna od razumnih odločitev pri investiranju. Investitorji ne sprejemajo vedno optimalnih odločitev, čeprav je v moderni finančni teoriji to eksplicitno predpostavljeno. Pogosto se zgodi, da naredijo napake, čemur bi se lahko izognili z dodatnim izobraževanjem in nasveti (Barber & Odean, 2005). Omenjenim oblikam je skupno to, da denar, ki ga imamo danes, investiramo z namenom, da bi pridobil na svoji vrednosti oziroma vsaj ohranil trenutno vrednost. Odprtost trga in razpoložljivost različnih tehnologij, ki nam danes omogočajo pridobitev informacij, predstavljata varčevalcem prednosti pri izbiri oblike varčevanja, hkrati pa jim ogromna količina možnosti lahko predstavlja tudi preveliko breme in nezmožnost pravilne odločitve.

V teh primerih se ljudje pogosto odločajo na podlagi vedenjskih predsodkov, ki se jih niti ne zavedajo, v teoriji pa zanje obstajata posebna obravnava in razlaga. Vedenjski predsodki spadajo v področje vedenjskih financ, ki se v zadnjih letih izjemno razvija, saj so se klasične teorije v nekaterih primerih izkazale kot pomanjkljive in potrebne dodatnih dopolnil. Te sedaj dopolnjujejo vedenjske finance skupaj s psihologijo. Eden izmed najbolj znanih primerov v zgodovini kapitalskih trgov, ki kaže na to, da so ljudje neracionalna bitja in da čustva vplivajo na naše odločitve, je velik mehurček iz leta 1630, ko so ljudje investirali v delnice tulipanov. Cene so v razmeroma kratkem času izjemno narastle, dokler ljudje niso spoznali, da je tulipan precenjen. Mehurček je kmalu počil in cena tulipanov je močno padla, kar je vodilo v ogromne izgube. Takšni dogodki sprožajo dvom v racionalnost investorjev, kot tudi v učinkovitost trgov (Kapoor & Prosad, 2017). Vedenjske finance takšne pojave pojmujejo kot različne pristranskosti. V zgornjem primeru je to čredništvo. Ljudje sledijo nekomu drugemu in sprejemajo odločitve, kot jih sprejema večina. Sledenje drugim je enostavno in varno, vendar lahko privede do podobnih mehurčkov kot pri tulipanih (Ackert & Deaves, 2010). Primer sledenja množici je bil tudi leta 2017, ko je nenadna in nepredvidena rast cen kripto valut vodila v pok mehurčka leta 2018. Nevarnost čredništva se pojavlja tudi pri varčevanju za starost. Ljudje se ne odločajo racionalno in raje sledijo množici, to pa je lahko tudi posledica neznanja.

Poleg čredništva vedenjske finance razlagajo tudi pristranskosti, kot so prevelika samozavest, ekstrapolacijska pristranskost, uokvirjanje, nenaklonjenost izgubi in druge, ki jih opišem v nadaljevanju in ki posredno ter neposredno vplivajo na odločitve. Ljudje, ki sami varčujejo za starost, so večinoma podobni ostalim investorjem, razlikujejo se le v tem, da se mnogi za to niso prostovoljno odločili. Posledično obstaja verjetnost, da je njihovo znanje o investiranju šibkejše od tistih, ki so se za investiranje odločili sami. Osnove tveganja in razpršitev premoženja pri teh nista najboljše razčiščena pojma, zato prihaja do neoptimalnih naložb. Investitorji se razlikujejo tudi v tem, da so tisti, ki imajo željo po investicijah, mnogokrat preveč samozavestni in aktivni, medtem ko se pri neprostovoljnih investitorjih pojavlja oklevanje pri odločitvah, še posebno kadar imajo na voljo več naložbenih možnosti. V takih primerih ne sprejemajo odločitev, če pa že, jih s časom ne spreminjajo (Ackert & Deaves, 2010).

Namen magistrskega dela je proučiti in predstaviti, kako vedenjske finance pomembno vplivajo na naše odločitve, ko varčujemo ali pa se odločamo varčevati za starost. S pomočjo domače, v veliki meri pa tudi tuje, strokovne literature želim proučiti, katere pristranskosti lahko vplivajo na posameznike, ki se za takšne investicije niso odločili povsem prostovoljno. Mnogokrat je pri tem odločilen tudi pritisk družbe, ki ustvarja pričakovanja o tem, da bomo poleg obveznih in prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj varčevali tudi samoiniciativno. Raziskati želim, če pristranskosti vplivajo tudi na naložbene oblike varčevalca. Shefrin (2002) opisuje, da se ljudje zavedajo, da imajo težave pri predvidevanju in samokontroli, ki sta ključni pri varčevanju za pokojnino. Nekateri se naučijo, kaj je pomembno za uspešen načrt pri varčevanju za pokojnino, in razumejo, da se morajo spopasti



tudi z vplivom uokvirjanja in vedenjskih predsodkov. Omenjena tematika je aktualna, saj se v Sloveniji v prihodnjih letih pričakujejo spremembe na področju varčevanja za starost. Magistrsko delo vsebuje dele teksta, ki so vključeni tudi v končno poročilo CPOEF *Institucionalni in vedenjski vidiki učinkovitega varčevanja za starost*, čigar naročnik je *Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov – GIZ*, in so samostojno delo avtorja.

Cilj magistrskega dela je izpostaviti pomen vedenjskih pristranskosti pri odločitvah, povezanih s pokojninskim varčevanjem. S pomočjo primerjave dveh teorij življenjskega cikla, standardne teorije življenjskega cikla in vedenjske teorije življenjskega cikla, želim predstaviti posamezni teoriji, jih primerjati in izpostaviti vedenjske pristranskosti, ki vplivajo na varčevalca. S pomočjo celotnega magistrskega dela želim predstaviti predloge, ki jih navajajo različni avtorji in ki jih je smotrno upoštevati, preden sprejmemo odločitev o varčevanju za pokojnino.

Raziskovalna vprašanja so:

- Katere pristranskosti se pojavljajo v vedenjski teoriji življenjskega cikla?
- Kako vplivajo na odločitev, ali varčevati za starost?
- Kako se vedenjska teorija življenjskega cikla razlikuje od standardne teorije življenjskega cikla?
- Katere so tiste pristranskosti v vedenjski teoriji življenjskega cikla, ki vplivajo na izbor naložbene oblike?

Magistrsko delo vsebuje poglobljen teoretično-analitični pregled strokovne literature tujih in slovenskih avtorjev, in sicer predstavitev in analizo znanstvenih člankov, analizo strokovnih prispevkov ter predvsem knjig, ki zajemajo omenjeno tematiko. Podatke sem pridobil tudi iz različnih spletnih virov in s področja zakonodaje. Uporabil sem deskriptivno metodo dela, kjer opisujem posamezne pojme vedenjskih financ, in metodo kompilacije, kjer uporabim izpise, citate in navedbe drugih avtorjev. Z analitično metodo bom skozi magistrsko delo široko temo vedenjskih financ razčlenjeval najprej na posamezne dele, nato pa bom s pomočjo sintetične metode različne dele vedenjske teorije življenjskega cikla povezoval v celoto in na podlagi tega odgovarjal na raziskovalna vprašanja, ki sem si jih zadal. Z deduktivno metodo iz splošnih dejstev, teorij in dokazov to apliciram na posameznika, ki se odloča o varčevanju za starost ter izbira naložbene oblike.

Delo je sestavljeno iz petih vsebinskih poglavij, ta pa so razčlenjena tudi na podpoglavja. V prvem poglavju predstavim razvoj pokojninskih sistemov in demografske izzive, s katerimi se spopadamo v današnji družbi. V tem poglavju dodatno predstavim tudi pokojninski sistem v Sloveniji. Drugo poglavje je namenjeno opisu naložbenih oblik, ki jih omenjamo v povezavi z varčevanjem za starost. Pri opisu se geografsko ne omejujem, ampak predstavim tudi takšne, ki v Sloveniji niso v uporabi. Tretje poglavje je namenjeno splošnemu opisu vedenjskih financ z namenom seznanitve bralca z osnovnimi pojmi. Za boljše razumevanje

predstavim razliko med racionalnim potrošnikom in običajnim potrošnikom, s katerim se lažje poistovetimo. Poglavje vsebuje tudi opis različnih pristranskosti, ki lahko potencialno vplivajo na varčevalčeve odločitve pri varčevanju za starost. Teoretične razlage podkrepim s praktičnimi primeri iz literature. Četrto poglavje je namenjeno analizi vedenjske teorije življenjskega cikla z vedenjskimi pristranskostmi, ki vplivajo na odločitve o varčevanju, in primerjavi vedenjske in standardne teorije življenjskega cikla. Na podlagi praktičnih primerov, zapisanih v različnih znanstvenih člankih, predstavim prisotnost pristranskosti, ko se odločamo za varčevanje za starost. Sledi poglavje o priporočilih za pravočasno in optimalno varčevanje, razdeljeno na tri podpoglavja. Priporočila za pravočasno in optimalno varčevanje na podlagi pristranskosti, ki jih opisuje v magistrskem delu, sledi vloga in vpliv tehnologije ter zaključek z odgovori na raziskovalna vprašanja. Magistrsko delo končam s sklepom, kjer povzamem obravnavano tematiko.

## **1 POKOJNINSKI SISTEMI**

Na določeni točki našega življenja bomo vsi povezani s pokojninami, bodisi s financiranjem ali pa s koriščenjem. Posledično je jasno, zakaj pokojnine in pokojninski sistemi postajajo osrednja tema političnih debat (Gianasso, 2019).

### **1.1 Pokojninski sistemi skozi zgodovino**

V kameni dobi pokojnine niso obstajale. Obstajali niso niti pokojninski sistemi, ker so takrat ljudje umirali mlajši. Večina takrat živečih ni niti razmišljala o tem, da bi se upokojili, saj so začeli delati takoj, ko so za delo bili zmožni ter dokler so jim to moči dovoljevale. Redki so živeli dlje kot 20 let. Tudi kasneje, ko so nekateri že dosegali višje starosti, pokojnin niso poznali (Weisman, 1999). V času cesarja Gaja Avgusta Oktavijana, nekaj let pred našim štetjem, so uvedli pokojnine za vojake, ki so izpolnili pogoje za upokojitev. Pretorijska straža, ki so jo sestavljali posebej izbrani rimski legionarji, je stražila cesarja in pomembne vojskovodje. Pretorijanci so se lahko upokojili po dvanajstih letih služenja, kasneje se je ta doba podaljšala na šestnajst let. Ob upokojitvi so prejeli 20.000 sestercev (takratna rimska valuta). Legionarji so morali na začetku služiti šestnajst let, kasneje pa dvajset, da so bili upravičeni do 12.000 sestercev (Phang, 2008). Za lažjo predstavo o tem, kako dobro so bili plačani vojaki ob upokojitvi, je potrebno to primerjati z njihovo letno plačo. Ta je bila v času vladanja cesarja Avgusta 900 sestercev na leto. Na začetku je cesar denar za upokojene zastavil sam, kasneje pa je uvedel poseben vojaški sklad. Tudi v ta sklad je denar najprej vložil cesar sam, saj davkov za ta namen takrat še niso uvedli. Ker je denar kmalu pošel, so vojakom dajali zemljo, vendar pa so s tem početjem kmalu prenehali, ker vojaki s tem niso bili zadovoljni (Phang, 2008). Pomemben pa je razlog, zakaj je do uvedbe pokojnin sploh prišlo. Gaj Kilnij Mecen, svetovalec Gaja Avgusta Oktavijana, je cesarja svaril, da je plačevanje vojakov nujno zlo. Avgust naj bi senatu napisal: »Ohranite vojake zadovoljne,

da ne bodo zaradi revščine želeli tega, kar imajo drugi; pazite nanje in jih ohranite disciplinirane, da jih skušnjava ne zavede v povzročanje škode.« (Phang, 2008, str. 166).

S časom so ljudje živeli dlje in v srednjem veku je število starejših doseglo kritično maso. Starejši so bili povsod, dajali nasvete, se ponavljali in pritoževali ter mlajšim vzbujali občutek krivde. Postajali so breme družbe in niso želeli prenesti svojega premoženja na mlajše, kar je v mnogih primerih vodilo v očetomore (Weisman, 2019). S propadom rimskega cesarstva je propadel tudi pokojninski sistem, ki je takrat veljal. V času fevdalizma starejši niso bili sistematično preskrbljeni, ampak so bili odvisni od svojega fevdalca, ti pa od svojega vladarja. S pojavom nacionalnih držav po Evropi, so se zopet pojavile vojske, ki so služile državi in ne vladarju. V Angliji leta 1592–93 parlament uvede pomoč vojakom, ki so žrtvovali življenja in dele telesa ter postali invalidi, ko so služili kraljevini. Pokojnine so bile financirane iz davkov, ki so jih plačevali prebivalci okrožja, kjer se je vojak rodil (Clark, Craig & Wilson, 2003).

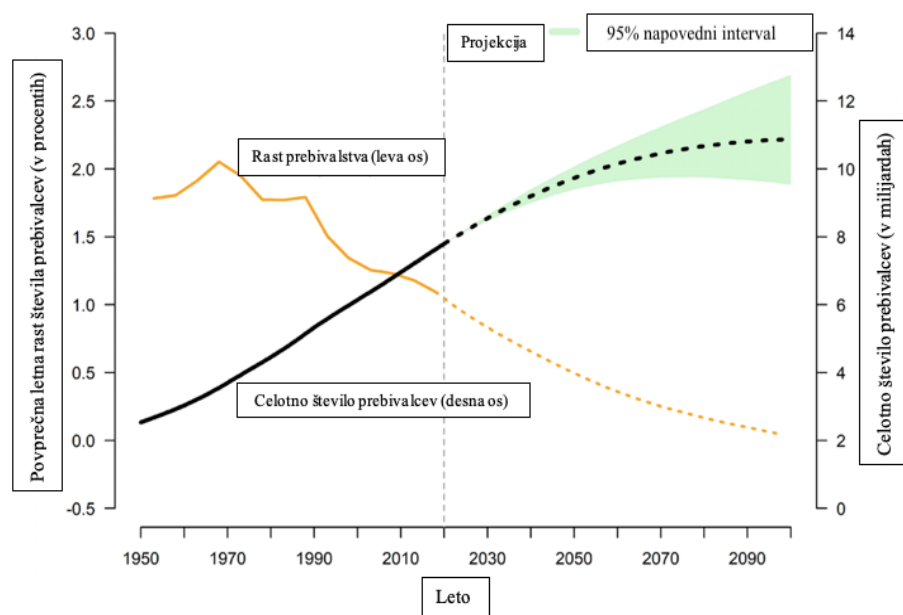
Zametki prvih pokojninskih skladov, kot jih poznamo danes, se pojavijo leta 1645, ko vojvoda Ernest I odredi uvedbo sklada za vdove duhovnikov znotraj svojega kraljestva. Leta 1662 se znotraj vojvodine uvede še sklad za vdove učiteljev. V sedemnajstem in tudi osemnajstem stoletju takšni skladi postanejo vse bolj pogosti po Evropi. Nadomestila so večinoma dajali zaradi izgube zakonca, poškodbe udov v vojni ter za vojne in civilne zasluge (Gianasso, 2019). Pokojnina ni služila samo temu, da so bili starejši priskrbljeni do smrti, ampak tudi temu, da so jih lahko hitreje poslali v pokoj ter zaposlili nove, mlajše delavce (Clark, Craig & Wilson, 2003).

Leta 1889 je v Nemčiji kancler Otto von Bismarck predstavil zakon o pokojninah za starejše od 70 let, ki je bil tudi sprejet. Javni uslužbenci so bili izvzeti iz novega zakona, ker so že bili kriti s posebnim pokojninskim skladom, ki jim je omogočal upokojitev po 40 letih služenja. Bismarck se je za to potezo odločil, ker so nanj pritiskali marksisti, ki so takrat širili svoje ideje po Evropi. Bismarck je starost, pri kateri so bili ljudje upravičeni do pokojnine, določil veliko višje, kot je bila povprečna pričakovana življenjska doba takrat rojenih ljudi; za moške je bila 37,7 leta, za ženske pa 41,4 leta. Starost, potrebna za upokojitev, se je v današnji Nemčiji znižala šele leta 1916, in sicer na 65 let (Herbay, 2014). Pomemben mejnik se je zgodil zopet leta 1935, ko so v ZDA sprejeli Zakon o socialnem varstvu, ki zagotavlja pokojnine starejšim od 65 let. V tistem času je veljalo prepričanje, da mnogo delavcev ne bo živelo veliko let po upokojitvi (Georgetown University Law Center, 2010). Tudi takrat so bili iz zakona izvzeti državni uslužbenci. Če so mesta in država želeli zaposlovati ljudi, so morali zagotoviti ugodnosti tudi za svoje delavce. Državnim uslužbencem so začeli ponujati pokojnine. Pokojnine so kasneje služile tudi temu, da so privabljale delavce, ki so v privatnem sektorju zaslužili bolje, vendar pa pokojnine niso bile zagotovljene. Dobre zaposlene je država torej privabila tako, da jim je ponudila boljše ugodnosti po končani delovni dobi (Vara, 2013).

## 1.2 Demografske značilnosti družbe

Demografske značilnosti družbe so pomemben dejavnik, povezan s pokojninami in pokojninskimi sistemi. Svetovna populacija še vedno narašča (Slika 1), čeprav počasneje kot v obdobju šestdesetih let prejšnjega stoletja. Na polovici leta 2019 je bilo število prebivalcev 7,7 milijarde. Trenutni trendi kažejo na umiritev rasti prebivalstva do konca tega stoletja. Leta 2030 naj bi bilo 8,5 milijarde ljudi, leta 2050 nekaj manj kot 10 milijard, medtem ko je trenutna ocena, do leta 2100, 10,9 milijarde ljudi (United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2019).

*Slika 1: Globalna populacija in letna rast: podatki od leta 1950 do leta 2019 in ocena od leta 2020 do 2100 s 95 % napovednim intervalom*



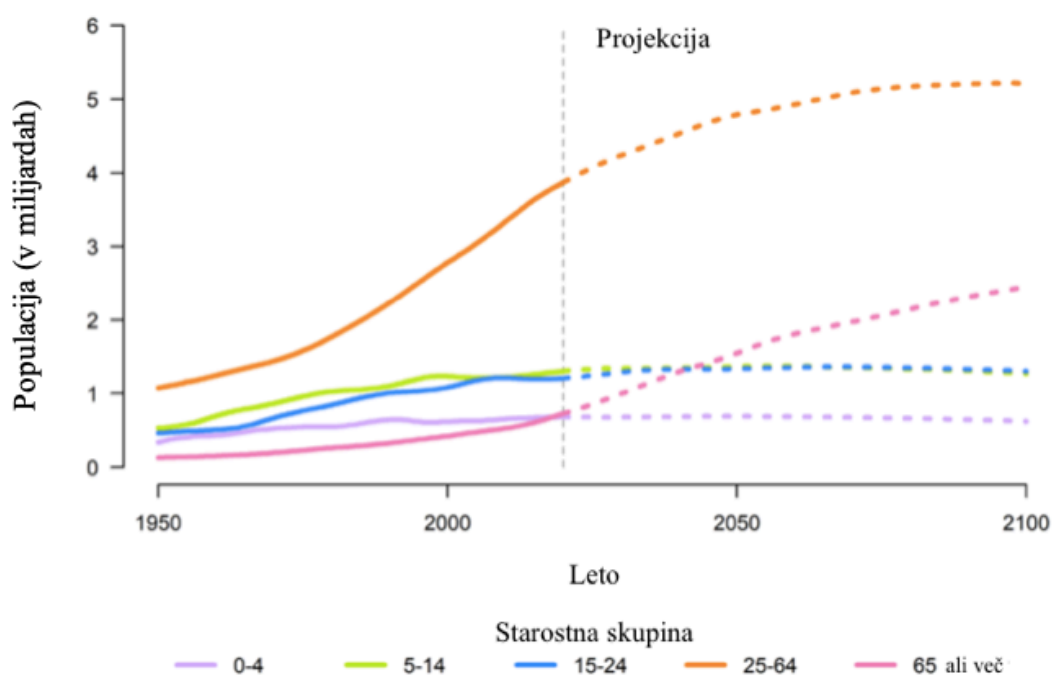
*Prirejeno po United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019).*

Leta 2018 so prvič v zgodovini človeštva ljudje, starejši od 65 let, predstavljali večji delež celotnega prebivalstva kot otroci, mlajši od petih let (Slika 2). Do leta 2050 naj bi se delež starejših od 65 let podvojil, medtem ko naj bi delež mlajših od pet let ostal dokaj nespremenjen. Ocenjuje se, da naj bi poleg tega starejši od 65 let do leta 2050 (1,5 milijarde) preštevilčili tudi mlade od 15 do 24 let (1,3 milijarde).

Leta 2019 sta največji delež starejšega prebivalstva (65 let in več) imeli Evropa in Severna Amerika, in sicer 18 %. Sledita jima Avstralija in Nova Zelandija s 15,9 % prebivalstva. Tudi projekcije za prihodnost kažejo na to, da se bo ta starostna skupina v teh državah in regijah povečevala. Staranje prebivalstva ima močan vpliv na potencialen kazalnik podpore, v tem primeru definiran kot število ljudi v starostni skupini med 25 in 64 let (delovni razred) na prebivalca, starejšega od 65 let. Severna Amerika in Evropa sta s tremi prebivalci v

delovnem razredu na prebivalca starejšega od 65 let med regijami z nižjimi vrednostmi kazalnika. Še nižje je Japonska, kjer trenutno starejšega prebivalca potencialno podpira 1,8 zaposlenega. Vsi zgoraj navedeni podatki kažejo na potencialen vpliv staranja prebivalstva na trg dela in gospodarstvo, kot tudi fiskalne pritiske, s katerimi se bodo srečevale države v prihodnosti. Vpliv bo viden v javnem zdravstvu, pokojninah in socialni podpori starejšemu prebivalstvu (United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2019).

Slika 2: Ocena in projekcija globalne populacije po širši starostni skupini, 1950–2100



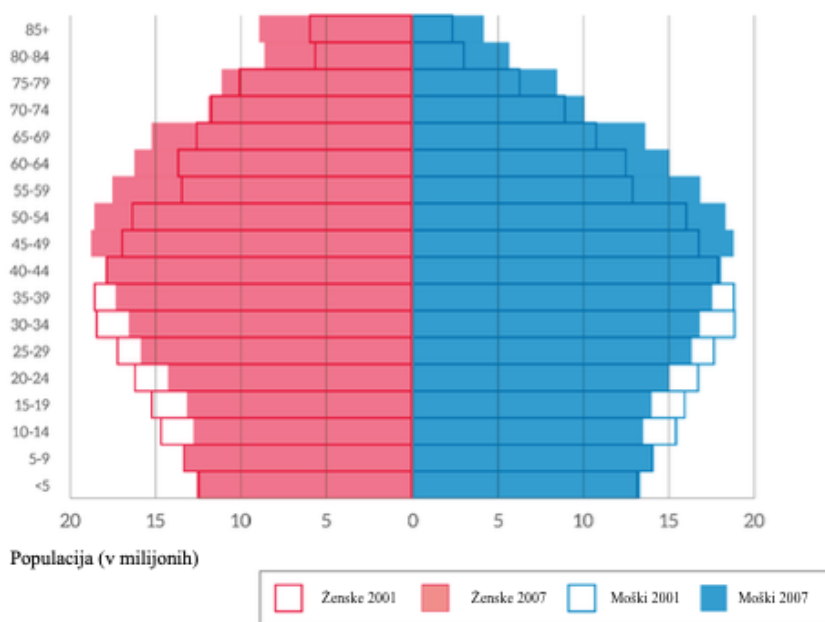
Prirjeno po United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019).

V Evropski uniji število prebivalcev prav tako narašča in je trenutno okrog 500 milijonov. Rast je počasnejša kot v ostalih delih sveta in naj bi s časom začela padati. Delež Evropejcev glede na celotno prebivalstvo trenutno znaša 6,9 % (leta 1960 je bil delež 13,5 %), pričakuje pa se znižanje na 4,1 % do konca tega stoletja. Slika 3 prikazuje problematiko, s katero se sooča Evropska unija. Roza barva prikazuje ženske, modra pa moške. Prazni kvadrati ponazarjajo stanje leta 2001, polni pa leta 2017. Populacija, ki dosega leta upokojitve, je generacija tako imenovanih »baby boomerjev«, rojenih po drugi svetovni vojni. Kasneje se je rodnost zmanjšala, ker so se ljudje odločali za manjše število otrok. Iz grafa je tudi razvidna daljša življenjska doba žensk, ki je leta 2016 znašala 83,6 leta, medtem ko so moški v povprečju živeli 78,2 let (European Parliamentary Research Service, 2019).

Večji ekstrem je viden v projekcijah za leti 2020 in 2080 (Slika 4). S podaljševanjem življenjske dobe bo prebivalstvena piramida postala bolj enakomerno porazdeljena skozi

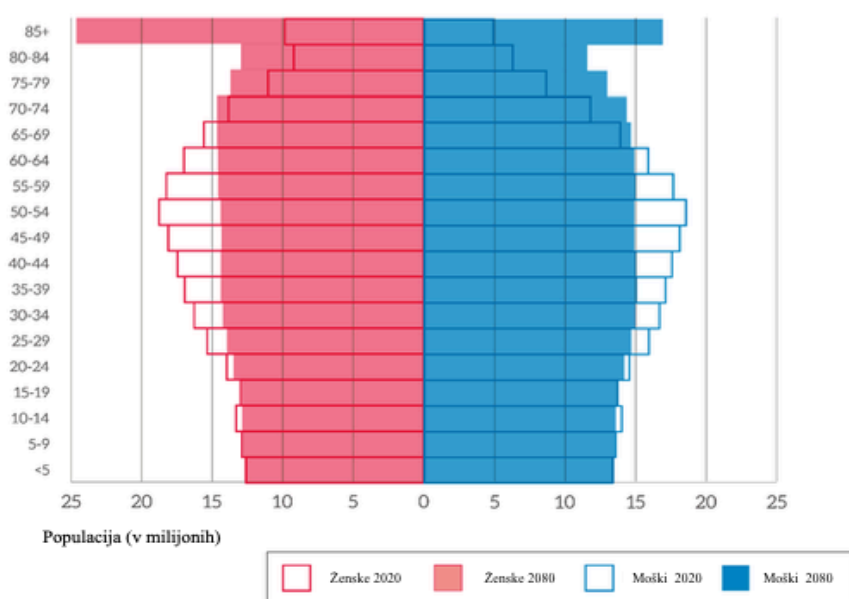
celotno življenjsko dobo z velikim odstopanjem v starostni skupini nad 85 let. Prazni okvirji predstavljajo leto 2020, polni pa leto 2007 (European Parliamentary Research Service, 2019).

*Slika 3: EU-28 Prebivalstvena piramida, 2001 in 2017 (število žensk in moških po starostnih razredih)*



*Prirejeno po European Parliamentary Research Service (2019).*

*Slika 4: EU-28 Prebivalstvena piramida, 2020 in 2080 (število žensk in moških po starostnih razredih)*



*Prirejeno po European Parliamentary Research Service (2019).*

Kazalnik odvisnosti od delovnega razreda ponazarja, kolikšno je potrebno število ljudi delovnega razreda za vzdrževanje vsakega mladega (0–14 let) ali starejšega prebivalca (65 ali več let). Leta 2001 je ta kazalnik za Evropsko unijo znašal 48,9 %. To pomeni, da sta bila približno dva predstavnika delovnega razreda na enega mladega ali starega prebivalca, odvisnega od njiju. Leta 2017 se je ta odstotek dvignil na 53,9 %. Leta 2030 se pričakuje, da bo kazalnik dosegel vrednost 63,5 %. Pomemben je tudi podatek, da se odstotek povečuje predvsem zaradi povečevanja starega prebivalstva in ne naraščanja števila mladih. Takšen trend bo predstavljal ogromno obremenitev predstavnikov delovnega razreda, ki bodo morali podpirati starejše (European Parliamentary Research Service, 2019).

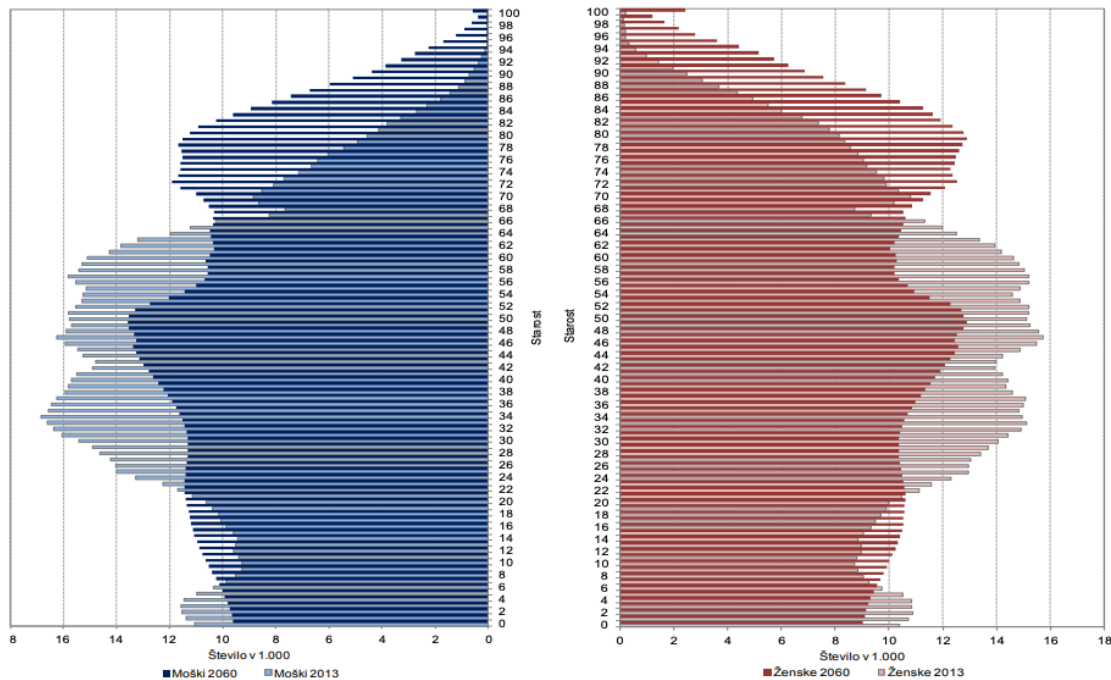
Vzroke za občutne demografske spremembe je mogoče iskati v štirih dejavnikih, ki jih navaja European Parliamentary Research Service (2019). Pričakovana življenjska doba ob rojstvu se podaljšuje že več desetletij. V razvitih državah je porast vidnejši, za kar so zaslužne tudi države, ki omogočajo boljše pogoje za življenje, urejen zdravstveni sistem in lažjo dostopnost do zdravil. Možne so tudi povezave z izobrazbo, prihodkom in poklicem. Nizka rodnost je drugi dejavnik, ki vpliva na število prebivalcev. Rodnost v državah EU-28 je že od leta 1975 pod dva otroka na žensko in je trenutno 1,57 otroka na žensko. Tudi globalno povprečje se zmanjšuje in znaša približno 2,5. Z naraščanjem pričakovane življenjske dobe in manjšanjem rodnosti to vodi v dramatično staranje prebivalstva Evropske unije. Trenutni trendi lahko povzročijo mnogo težav. Prevelika koncentracija prebivalcev v mestih in predmestjih povzroča zastoje, povečuje stanovanjske in transportne stroške, onesnažuje okolje in posledično povzroča odseljevanje manj premožnih. Na drugi strani s podeželja ljudje odhajajo zaradi pomankanja priložnosti in naraščanja revščine. Mednarodne migracije so zadnje izmed štirih dejavnikov, ki vplivajo na demografske spremembe. Upoštevajoč staranje prebivalstva in nizke rodnosti je jasno, da je za rast števila prebivalcev v veliki meri zaslužno priseljevanje ljudi iz tretjih držav. Medtem ko se države lahko soočajo z izzivi integracije priseljencev, ti večinoma predstavljajo delovno silo, ki jo trenutno primanjkuje, se priseljujejo tudi mladi z željo po izobraževanju.

Po podatkih Statističnega Urada Republike Slovenije je bilo 1. januarja 2019 v Sloveniji 2.080.908 prebivalcev, kar je 14.028 več kot 1. januarja 2018. Povečalo se je tudi število tujih državljanov, ki je leta 2019 znašalo 6,64 % prebivalcev, medtem ko se delež slovenskih državljanov že tretje leto zapored zmanjšuje in je bil 1. januarja 2019 93,63 % (Statistični urad Republike Slovenije, 2019). Povprečna starost je bila 43,2 leta. Delež prebivalstva, starejšega od 65 let, je bil leta 2018 19 %, kar je več od evropskega povprečja, ki je bil 18 % (Statistični urad Republike Slovenije, 2018). Podobno kot v Evropi, tudi v Sloveniji v prihodnosti pričakujemo spremembe v strukturi prebivalstva, kot je razvidno na Slika 5.

Zaradi neprilagojenih sistemov socialne zaščite demografskim spremembam sodi Slovenija med države s pričakovanim visokim povečanjem izdatkov, ki nastanejo zaradi staranja prebivalstva, čeprav hitrost staranja prebivalstva ni bistveno večja od povprečja ostalih evropskih držav. Izdatki naj bi se posledično, po projekcijah do leta 2060, zvišali za 6,9

odstotne točke BDP, kar velja, poleg Malte in Luksemburga, za eno višjih povečanj med državami članicami Evropske unije (Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, 2019).

Slika 5: Struktura prebivalstva v Sloveniji za leto 2013 in 2060



Vir: Ferk (2014).

### 1.3 Pokojninski sistem v Sloveniji

Makroekonomske spremembe in demografski trendi vodijo k neučinkovitosti trenutnega pokojninskega sistema. Slovenski pokojninski sistem je podoben pokojninskim sistemom drugih primerljivih gospodarstev, z izjemo drugega pokojninskega stebra. Tako kot v Sloveniji, so tudi druge države prisiljene k neizogibnim reformam pokojninskega sistema. Mnogi moderni pokojninski sistemi so osnovani na več stebrih, večinoma tri stebri. Prvi steber sestavlja enak relativni delež od prihodkov posameznika. Drugi steber je prav tako obvezen in je strukturiran kot individualen varčevalni račun, z možnostjo razporeditve sredstev na več načinov. Tretji steber je popolnoma prostovoljen, obstaja pa v različnih oblikah, kot individualen, financiran s strani delodajalca, z določenimi pravicami ali z določenimi prispevki. V Evropski uniji in državah članicah OECD so pokojninski sistemi podobni, v določeni meri se razlikujejo le v strukturi ali v relaciji med različnimi stebri. Reforme pokojninskih sistemov so večinoma povezane s prvim pokojninskim stebrom in plačevanjem sproti (angl. pay as you go – PAYG), ki zaradi makroekonomskih razmer in demografskih trendov ni več samozadosten (Dolenc, 2011). Obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje deluje po principu solidarnosti, kjer delovno aktivni prispevajo v sklad za pokojnine, iz katerega se kasneje upravičencem izplačujejo pokojnine. Prispevek za pokojnine znaša 24,35 % (zaposleni plača 15,5 %, medtem ko delodajalec plača 8,85 %)



bruto plače (Berk Skok, Čok, Košak & Sambt, 2013). Poleg tega se obvezno zavarovanje financira tudi iz demografskega rezervnega sklada in tudi virov, ki so določeni z zakonom. Poklicno zavarovanje, ki je del drugega pokojninskega stebra, financirajo delodajalci, dodatno zavarovaje pa zaposleni sami ali pa delodajalci (ZPIZ-2).

Drugi steber delimo na dve obliki. Prva oblika predstavlja pokojnine iz poklicnega zavarovanja, ki so obvezne za zaposlene, ki opravljajo posebno težka in zdravju škodljiva dela, in za zaposlene, ki opravljajo dela, ki jih po določeni starosti ni mogoče več opravljati (ZPIZ-2). Delodajalec, ki spada v omenjeno skupino, mora za vse svoje zaposlene plačevati dodatna sredstva. Nalagajo se v posebnem skladu, kjer ima vsak zaposlen svoj račun, ki je voden s strani državno financiranih institucij. Druga oblika pa je za vse ostale zaposlene, ki ne spadajo v skupino zgoraj omenjenih del, ki pa ni obvezna, ampak se spodbuja z davčnimi olajšavami. Plača se lahko na dva načina, prvi je, da prispevek plača delodajalec, kjer znesek davčne olajšave ne presega 5,844 % delavčeve letno bruto plače ali 2.819,09 € letno (znesek se določa letno, omenjeni je za leto 2019 (European Commission, brez datuma)) in se odšteje od osnove za davek od prihodkov podjetja. Drugi način pa je, da znesek plača zaposleni sam in je upravičen do olajšave v enakem deležu oziroma znesku, ki se mu odšteje od osnove za dohodnino (Berk Skok, Čok, Košak & Sambt, 2013).

Leta 2011 je bila upokojitvena starost v Sloveniji 61 let za ženske in 63 let za moške. To je bilo v primerjavi z ostalimi članicami Evropske unije med najnižjimi starostmi, potrebnimi za upokojitev (Dolenc, 2011). Po reformi leta 2013 je država predstavila nove pogoje, potrebne za upokojitev. Določila je tudi prehodno obdobje do leta 2020, kjer je bilo za upokojitev potrebno izpolniti dva pogoja – ustrezno starost in zadostno število delovnih let. Razlike so se pojavljale med moškimi in ženskami. Do pokojnine je upravičen vsak, ki je dopolnil 65 let in ima najmanj 15 let zavarovalne dobe. Od leta 2020 pa velja enotna upokojitvena starost tudi za tiste z najmanj 20 let delovne dobe, in sicer 65 let. Tisti, ki so zbrali več kot 40 let delovne dobe, se lahko upokojijo pri šestdesetih, brez dokupa dobe. Starostna meja se lahko zniža v primeru, da ima ženska otroke (6 mesecev za enega, 16 za dva in 26 za tri, 36 za štiri in 48 za pet ali več otrok). Starost se lahko zniža tudi za dve tretjini trajanja obveznega vojaškega roka in za razliko do 18. leta starosti v primeru, da je v obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje vstopil pred 18. letom starosti (ZPIZ-2). Reforme so bile nujne, saj se je doba, preživeta v pokoju, za ženske zvišala iz 17 let in 1 meseca leta 2000 na 24 let in 1 mesec leta 2016, medtem ko se je doba, preživeta v pokoju, pri moških dvignila iz 14 let in 9 mesecev na 17 let in 7 mesecev (Ministry of Finance, RS, 2017).

Pogoji upokojevanja se po državah močno razlikujejo, kar poleg števila starejših bistveno vpliva na izdatke za pokojnine. V Sloveniji se pogoji za upokojitev do leta 2070 ne spreminjajo, četudi projekcije jasno kažejo, da se bo upokojitvena starost v prihodnje zvišala. Obstoječa zakonodaja predvideva leta 2020 enako upokojitveno starost kot leta 2070. Mnoge evropske države so poleg tega prav tako vpeljale parametre, ki upoštevajo demografski

razvoj in/ali demografske spremembe, medtem ko se Slovenija ni odločila za to. V primerjavi z ostalimi je tudi umik iz trga dela relativno hitrejši kot v drugih državah, kar pomeni, da se ljudje upokojijo takoj, ko so doseženi prvi pogoji. Mnogi se odločajo za umik v status brezposelnosti že pred samo upokojitvijo. Zgodnje upokojevanje in podaljševanje pričakovanega trajanja življenja privede do višjih izdatkov za pokojnine, izraženih v % BDP. Ugodnejše vplive na vzdržnost bi imelo daljše ostajanje v zaposlitvi, saj bi dlje časa sodelovali v gospodarski aktivnosti ter prispevali v sklad za pokojnine in manj časa črpali sredstva po upokojitvi (Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, 2019).

## **2 NALOŽBENE OBLIKE PRI VARČEVANJU ZA STAROST**

Naložbena oblika pri varčevanju za starost je finančni načrt, ki omogoča prejemanje pokojnine po tem, ko sami ali pa naš delodajalec mnogo let vplačujemo določen znesek v sklad, iz katerega potem črpamo sredstva za pokojnino (Pension plan, brez datuma). Preden se odločimo za naložbeno obliko, moramo odgovoriti na nekatera vprašanja, ki pomembno vplivajo na naše odločitve. Oceniti moramo naše finančne potrebe v pokoju, prihraniti primeren znesek skozi delovno dobo, izbrati primerne naložbene oblike, ki nam to lahko omogočijo in imeti jasno začrtan načrt, da ta sredstva ne bi bila porabljena prehitro (Shefrin, 2002).

### **2.1 Neposredna in posredna udeležba na trgu vrednostnih papirjev**

Udeležba na trgu vrednostnih papirjev je lahko neposredna, preko nakupa delnic, ali pa posredna, kjer se ljudje odločajo za investicije preko vzajemnih ali naložbenih skladov. Prihodnost investitorja, ki se odloči za neposredno ali posredno udeležbo na trgu vrednostnih papirjev, je odvisna od zmožnosti sprejemanja pametne naložbene odločitve. Kadar se investitor odloči, da bo za starost varčeval tako, da je sam udeležen na trgu, je vedno dilema, ali sprejema optimalne odločitve. Mnogokrat se zgodi, da se investitor zmoti in ne sprejme tega, kar je najboljše zanj. Pogosto je to posledica neznanja in pomanjkanja nasvetov, zato je kljub vsemu dobro najeti finančnega svetovalca. Investitor se na ta način lahko izogne običajnim napakam, ki jih počnejo premalo podučeni investitorji (Barber & Odean, 2005).

Pri nakupu delnic je lastnik upravičen do dividend, če se podjetje odloči, da jih izplačuje. Dividende imajo, v primerjavi s kapitalskimi dobički, dvojni negativni davčni učinek, kljub temu pa jih imajo investitorji raje. Prvi je ta, da so dividende obdavčene po višji stopnji, drugi pa, da davek na dividendo ne more biti preložen. Davek na kapitalske dobičke je lahko preložen tako, da delnic enostavno ne prodamo. Shefrin (2002) v svojem delu poda primer, zakaj se ljudje mnogokrat odločajo za varčevanje za starost v obliki delnic, ki prinašajo dividende. Empirično je dokazal, da se upokojenec v primeru, ko je njegova pokojnina sestavljena v 20 % mesečne porabe iz sredstev socialne zaščite, v 45 % iz programa z

določenimi pravicami in v 35 % iz dividend, v 70 % primerih obnaša na podoben način. Tudi, če cena delnic pade in se zaradi slabega poslovanja podjetja ne odločijo za izplačevanje dividend, investitor ne želi prodati delnic. Investitor se je pripravljeno odreči 35 % prihodka v zameno za ohranitev lastništva nad delnicami. Skozi delovno dobo je investitor privzgojil navado, da ne posega v svoje prihranke prehitro. Ljudje pogosto financirajo svojo porabo s trenutnimi prihodki in tako obravnavajo tudi dividende, hkrati pa menijo, da je slaba kontrola izdatkov draga. Poraba dividend kot vir financiranja vsakodnevne porabe je bolj pogosta med upokojenci, zato se prodaji delnic izogibajo, razen če se odločajo za reinvesticijo (Shefrin, 2002).

Starostniki imajo radi delnice podjetij, ki izplačujejo dividende, saj jih uporabljajo kot vir sredstev za trenutno porabo, na kar vplivajo tudi trije vedenjski dejavniki: problem samokontrole, načelo miselnega računovodstva in nenaklonjenost obžalovanju. Te vedenjske dejavnike podrobneje predstavim v nadaljevanju. Ko že prejema pokojnino, ki je v določeni meri sestavljena tudi iz dividend, to starostniki dojemajo kot prihodek za trenutno porabo in ne kot nekaj, čigar poraba ali prodaja bi lahko ogrozila njihovo finančno stanje v prihodnosti. V primeru, da delnice prodajo, pa dividend zagotovo ne bodo več prejeli. Poseganje v trenutni portfelj dojemajo kot preveč tvegan, hkrati pa prodaji delnic niso naklonjeni zaradi morebitnega obžalovanja, ki bi nastalo ob kasnejši rasti cen delnic (Lobão, 2016).

Na trgu vrednostnih papirjev lahko sodelujemo tudi posredno. Za takšno udeležbo so nam na voljo odprti skladi, ki ponujajo mnoge zaželene značilnosti, kot so likvidnost, vsa lastniška kapitalska struktura, razpršen portfelj, profesionalno upravljanje in velik nabor dodatnih storitev. Odprti skladi so izjemno priljubljeni pri mladih, ki želijo varčevati za pokojnino in s svojo prvo redno zaposlitvijo še nimajo sredstev za nakup večjih količin delnic. Takšni skladi so izjemno priljubljeni zaradi likvidnosti in poleg takojšnje razpršitve portfelja še zaradi profesionalnega upravljanja. Predvsem zadnji dve značilnosti sta izjemno pomembni pri zaposlenih z nizkimi vsotami na svojih računih, to pa je večina tistih, ki vstopijo na novo. Veliko lažje za investitorja, ki varčuje za pokojnino, je, da vlaga v sklad, kjer je portfelj že razkropljen in prilagojen določeni starostni strukturi, kot pa da z nizkimi sredstvi, ki so mu na voljo, mesečno kupuje posamezne delnice. Odprti skladi, ki upravljajo s sredstvi za pokojnino, ponujajo storitev, kjer se lahko namesto investitorja odločijo, kako tvegan portfelj bodo ustvarili. V mlajših letih so to bolj tvegane naložbe z večjim donosom, ko pa se investitor približuje pokojju, sklad razporedi sredstva v manj tvegane naložbe z nižjimi donosi. Posredna udeležba se kaže tudi v tem, da je možno z odprtimi skladi trgovati vsak dan. Ko se investitor odloči za prodajo, je na nasprotni strani sklad in ne druga oseba, kot je to pri delnicah, zato lahko ne glede na razmere na trgu investitor kupi ali proda sredstva vsak dan po ceni, ki je na trgu (Haslem, 2010).

## 2.2 Samousmerjeni pokojninski račun

Samousmerjeni pokojninski račun je eden izmed možnih oblik individualnih pokojninskih računov (v nadaljevanju IPR). Individualen pokojninski račun je naložbeno orodje, ki zagotavlja davčne ugodnosti in ga posameznik uporablja pri varčevanju za pokojnino. IPR je finančno podprt s strani vlade, davčno izvzet individualen pokojninski račun. Posameznik, ki želi odpreti svoj IPR, mora najprej odpreti račun na banki ali borzno posredniški hiši. Za odprtje IPR je odgovoren sam, prav tako si sam izbere naložbeni načrt. V izbran načrt lahko letno prispeva največ nekaj tisoč dolarjev. To, kakšno vsoto lahko posameznik prispeva, opisujem v nadaljevanju. Leta 1974 predstavljen pokojninski načrt je bil med bolj priljubljenimi več kot trideset let (Merriam-Webster, brez datuma). Leta 2019 poznamo več vrst IPR: tradicionalen, Roth (poimenovan po Willamu Rothu), SEP (angl. simplified employee pension oz. poenostavljena pokojnina za zaposlenega), SIMPLE (angl. savings incentive match plan for employees oz. varčevalna spodbuda usklajevalnega načrta za zaposlenega) in samousmerjeni IPR. Naložbe, ki jih držimo v IPR, lahko zajemajo mnogo finančnih produktov, kot so delnice in obveznice. Samousmerjeni IPR je lahko tradicionalen ali Roth, hkrati pa omogoča investitorjem sprejemati odločitve in tudi dostop do širšega spektra naložb, kot so nepremičnine, zasebna plasiranja in davčne izvršbe. Posamezniki se pogosto odločijo za tradicionalne in Roth IPR, medtem ko se samostojni podjetniki in lastniki malih podjetij največkrat odločijo za SEP ali SIMPLE IPR. Račune je mogoče odpreti pri bankah, borzno posredniških hišah, kjer se jih odpre večina, ali hranilnih in posojilnih združenjih. V IPR se lahko vlaga samo osebne prejemke, kamor ne spadajo prejemki od investicij, ugodnosti socialnega varstva ali preživnine otrok. Omenjeni računi so namenjeni za varčevanje za starost, zato se predčasen (pred 59 letom in 6 meseci) dvig kaznuje z globo 10 % vrednosti prihrankov (Kagan, 2019a).

Samousmerjeni individualni pokojninski računi so del individualnih pokojninskih računov, ki so lahko sestavljeni iz množice alternativnih naložb, navadno prepovedanih pri ostalih IPR. Čeprav račun ureja skrbnik, ga neposredno upravlja lastnik računa. V tradicionalni obliki lastnik vlaga davčno odbitne prispevke in plačuje davek ob prejemanju pokojnine, v Roth IPR pa prispevki niso davčno odbitni, ampak lastnik sproti plačuje davek, pri prejemanju pokojnine pa prejema znesek, na katerega ne plača davka. Za slednje se odločajo predvsem tisti, ki pričakujejo, da bodo ob izplačevanju v višjem davčnem razredu. Za samousmerjene IPR se večinoma odločajo spretni in iznajdljivi investitorji, ki razumejo alternativne naložbe in si želijo razporediti sredstva v davčno naprednih računih. Glavna sprememba je torej v naložbah, za katere se investitorji lahko odločajo. Medtem ko je v zgoraj omenjenih računih investitor omejen na vrednostne papirje, kot so delnice, obveznice, potrdila o vlogah ali vzajemnih skladih, se pri samousmerjenih lahko odloča za veliko širši spekter naložb. Investitor lahko investira v žlahtne kovine, surovine, komanditne družbe in, kot že omenjeno v prejšnjem odstavku, zasebna plasiranja, nepremičnine, davčne izvršbe in številne druge alternativne naložbe. Odprtje samousmerjenega IPR ne bo mogoče pri vsakem skrbniku, ampak to, zaradi svoje posebnosti in predvsem večjega tveganja, ponujajo zgolj

določeni. Skrbniki prav tako ne smejo dajati kakršnihkoli finančnih nasvetov, zato večina tradicionalnih posredniških hiš, bank in investicijskih podjetij pogosto ne ponuja teh storitev. Poleg samostojnega sprejemanja odločitev se lahko odločimo za najem finančnega svetovalca. Med tradicionalnim in Roth samousmerjenim IPR obstajajo razlike. Prva, opisana že zgoraj, je ta, kdaj plačujemo davek, druga je višina prihodkov, pri katerih še lahko odpremo določen račun (Roth IPR ima omejeno višino prihodkov). Prav tako se razlikujeta v tem, kdaj mora lastnik začeti prejemati prispevke (v tradicionalnem pri starosti 70 let in 6 mesecev). Pomembno je tudi, kdaj dvignemo sredstva iz računa, saj pri Roth ni omejitve, pri tradicionalnem pa je, kot že omenjeno – 10 % globa za prehiter dvig (Folger, 2019).

Samousmerjeni IPR med drugim omogočajo tudi naložbe v zbirateljske predmete, kot so starinski predmeti, umetnine, alkoholne pijače, nakit, znamke in redki kovanci. Velika izbira lahko skupaj z vedenjskimi pristranskostmi vodi do napačnih odločitev, ki jih sprejemajo investitorji, zato je pri samousmerjenih IPR potrebno podrobno preučiti tudi tveganja, ki z možnostmi nastanejo. Folger (2019) izpostavi pet tveganj, na katere je potrebno biti pozoren: prepovedane transakcije, potrebna skrbnost, ki je zaradi prepovedi svetovanja skrbnika v celoti odgovornost lastnika, plačila, ki nastanejo pri poslovanju z IPR, izstopni plan in možnost prevare. Podobna opozorila izdaja tudi Ameriška agencija za vrednostne papirje in borzo (angl. U.S. Securities and Exchange Commission, v nadaljevanju SEC), ki svari pred tem, da skrbniki pri samousmerjenih IPR ne preverjajo kvalitete in legitimnosti investicij ter tudi niso nikakor odgovorni za uspešnost naložbe. Opozarjajo tudi na pomanjkanje in natančnost informacij o alternativnih naložbah, saj jih mnogokrat niti ni mogoče preveriti ali pa niso revidirane s strani javnih računovodskih podjetij. Priporočajo izogibanje nezaželenim naložbenim ponudbam, previdnost pri naložbah z obljubami o zagotovljenih donosih in spodbujajo postavljanje vprašanj ter posvetovanje s profesionalcem (U.S. Securities and Exchange Commission, 2018).

### **2.3 Program z določenimi pravicami ali program z določenimi prispevki**

Zadnjih nekaj let se po svetu močno razvija področje, povezano s pokojninami. V mnogih razvitih državah poteka prehod iz programa z določenimi pravicami na program z določenimi prispevki delodajalca. Pri prvem se delodajalec zaveže, da bo glede na formulo zagotavljal periodična plačila, dokler se zaposleni ne upokoji, medtem ko pri drugem delodajalec prispeva sredstva v individualen pokojninski račun skupaj z zaposlenim, kjer pa zaradi naložbene oblike ni nobenih zagotovil, da bodo po upokojitvi sredstva dejansko zagotovljena. Vodilne na tem področju so ZDA, ki so prehod na program z določenimi prispevki delodajalca naredile že leta 1974, potem ko so po zakonu ERISA (angl. Employee Retirement Income Security Act) sprejeli Internal Revenue Code (notranji davčni zakonik), ki je v veljavo stopil leta 1980 in vodil do hitro rastočega, v skladu s programom z določenimi prispevki, 401(k) trga. V ZDA je bil upad programa z določenimi pravicami največji med letoma 1975 in 2003, ko se je znižal iz 100.000 na 31.000 imetnikov. Od tistih, ki imajo pokojninsko kritje, se jih 58 % zanaša ekskluzivno na 401(k), ki ga bom predstavil

v nadaljevanju, polovica preostalih ima samo program z določenimi prispevki, medtem ko ima druga polovica kombinacijo obeh programov. Zgledu ZDA so kasneje sledile tudi Velika Britanija, Avstralija, Kanada, Nizozemska, Švedska in Čile (Ackert & Deaves, 2010).

Za boljše razumevanje je potrebno predstaviti, kako posamezen program deluje. Formula za izračun prejemkov po programu z določenimi pravicami je, da delodajalec prispeva npr. 1,7 % povprečne letne plače zadnjih petih let pomnoženo s številom delovnih let zaposlenega, do največ 35 let. Predpostavljamo, da je bila v zadnjih petih letih povprečna letna plača zaposlenega 70.000 € in zaposleni v podjetju dela že 25 let, potem je pokojnina do konca življenja 29.750 € letno. Ker mora podjetje zagotoviti obljubljen sredstva, vodje pokojninskih skladov sredstva investirajo v delnice, obveznice in druga sredstva, ki zagotavljajo doseganje željene rasti. Prednosti programa z določenimi pravicami so, da se zaposleni izogne tržnemu tveganju in tveganju dolgega življenja. Prvemu zato, ker ob upokojitvi lahko dobimo pavšalen znesek ali pa do konca življenja prejemamo določen znesek ne glede na razmere na trgu. Drugemu pa zato, ker so pri programu z določenimi pravicami sredstva zagotovljena do smrti in ne do takrat, ko jih porabimo. Obe tveganji mora zato prevzeti podjetje (Ackert & Deaves, 2010).

Program z določenimi prispevki je mnogo enostavnejši v primerjavi s prvim. Leta 2019 je bilo od \$29,1 bilijona sredstev za pokojnine kar \$8,2 bilijona vplačanih preko programa z določenimi prispevki. Navadno zaposleni in podjetje, kjer dela, prispevajo sredstva v pokojninski račun, ki je voden s strani zaposlenega. Sredstva so lahko naložena v različne profesionalno vodene sklade. Navadno se delodajalec odloči za izenačevanje vloženi sredstev. Če se zaposleni odloči varčevati 5 % plače, potem delodajalec prispeva 2,5 %. Nekatera podjetja prispevek izenačujejo, torej v tem primeru prispevajo prav tako 5 %, vendar je teh podjetij manj. Podjetje v povprečju prispeva od 4 do 6 % plače zaposlenega. Sredstva na računu ob pokojnini so zato funkcija prispevkov obeh strani in kako uspešno so bila sredstva investirana. Upravičenec do sredstev se v pokoju lahko odloči za izplačilo pavšalnega zneska (znesek, ki se določi kot približna vrednost nečesa oz. povprečnina), ki je navadno nižji kot znesek, ki bi ga upokojenec dobil, če bi se odločil za prejemanje sredstev po obrokih (Hayes, 2019).

Prednosti programa z določenimi prispevki so, da so sredstva lažje prenosljiva. Zaposleni imajo tako večjo možnost menjave okolja, saj niso tako vezani na delodajalca kot v prvem primeru. To cenijo predvsem v ZDA, kjer je velika fluktuacija zaposlenih in pogosta menjava okolja že po petih letih. Omenjeni program je priljubljen tudi pri podjetjih, saj so prispevki predvidljivi, sami pa se izognejo nihanju trga, kar posledično vodi do manjšega vpliva na čisti dobiček. Hkrati pa se pri programu pojavljajo tudi slabosti. Zaposleni mnogokrat ne odvajajo zadostnega odstotka svojih prihodkov ali pa so donosi naložb nižji od pričakovanih. V primerih, ko se zaposleni ne zavaruje primerno, obstaja tudi verjetnost, da sredstva poidejo pred smrtjo. Zaradi prelaganja odločitve na zaposlenega obstaja tudi tveganje slabega oblikovanja portfelja, ki ne bo omogočil dosego željenih ciljev. Če

prefinjenost zaposlenih ni zadostna, se lahko zgodi, da pokojnino dočakajo finančno nepripravljeni. Zaposleni lahko skozi delovno dobo sprejema odločitve, ki vodijo v neprimerna tveganja, ali pa izbire portfelj, ki ni optimalno razpršen (Ackert & Deaves, 2010).

Med bolj znanimi pokojninskimi načrti programa z določenimi prispevki sta 401(k) in 403(b). Prvi se mnogokrat uporablja kar kot sinonim programa z določenimi prispevki. 403(b) načrt je za razliko od 401(k) bolj v uporabi pri zaposlenih v neprofitnih organizacijah, na primer šolah. Obstaja še 457(b) načrt za določene zaposlene različnih neprofitnih organizacij kot tudi zaposlenih v državnih službah ali občinah. Omenjeni načrt je zelo podoben prvima, vendar ima določene prednosti, npr. da se prispevki odštejejo od davčne osnove in da ni potrebno plačati kazni ob predčasnem dvigu. Načrt 457(f) je primeren za dobro plačane državne uradnike in zaposlene pri izbranih ne državnih podjetjih (Hayes, 2019; Liberto, 2019).

Omembe vreden je tudi Keogh načrt, ki je lahko tako kot program z določenimi pravicami kot program z določenimi prispevki. Prispevki se odštejejo od obdavčljive osnove do določenega odstotka letnih prihodkov ali pa je določena zgornja meja v ameriških dolarjih, ki se lahko z leti spreminja. Vrednosti so v primerjavi s 401(k) načrtom višje. Načrt je primeren za samozaposlene ali zaposlene pri nekorporativnih podjetjih, partnerskih podjetjih. Posameznik se za Keogh načrt ne more odločiti (Kagan, 2019b).

Eden izmed najbolj znanih programov z določenimi prispevki je 401(k) načrt. Gre za kvalificiran načrt, ki omogoča zaposlenemu odločitev o tem, ali naj delodajalec prispeva določen odstotek delavčeve plače na individualen pokojninski račun. Prispevana sredstva se navadno odbijejo od davčne osnove zaposlenega, odvisno od različice 401(k) načrta, ki ga posameznik izbere. V primeru, da se zaposleni odloči za Roth 401(k), se prispevana sredstva ne odštejejo od davčne osnove, ampak je zaposleni oproščen davka ob dvigu sredstev. Poznamo več 401(k) načrtov, lahko je tradicionalen, Roth, SIMPLE, ki sem jih predstavil že v povezavi z individualnim pokojninskim računom. Vsebinsko je posamezna oblika 401(k) načrta podobna IPR, razlika je v tem, kolikšna so sredstva, ki jih lahko posameznik vplača po posameznem programu. Ena izmed značilnosti, ki jih lahko ima 401(k) načrt, je tudi avtomatičen vpis v načrt. To omogoča delodajalcu, da avtomatično zmanjša plačo zaposlenemu za določen znesek ali odstotek, razen če se zaposleni odloči drugače (Internal Revenue Service, 2019a).

Prispevki na določen račun so letno omejeni in se razlikujejo od izbrane različice načrta. Za tradicionalen 401(k) načrt je leta 2020 limit v višini \$19.500 in je za \$500 višji kot leta 2019. Višina limita se prilagaja glede na ocenitev življenjskih stroškov v prihodnosti. Za SIMPLE 401(k) načrt je limit nižji in je za leto 2020 postavljen na \$13.500. Posebnost je pri starejših od 50 let, saj lahko slednji pri tradicionalnem načrtu dodatno vložijo \$6.000, medtem ko je za SIMPLE načrt ta znesek \$3.000 (Internal Revenue Service, 2019b). V primeru, da

sredstva prispeva tudi delodajalec ali da se posameznik odloči prispevati tudi na dodaten račun, kjer se prispevana sredstva ne odštejejo od obdavčljive osnove, potem je letni limit \$57.000 ali 100 % znesek plače, upošteva se nižjega izmed obeh. Za starejše od 50 let je limit \$63.500. Omenjeni limit velja za leto 2020 (Kagan, 2019c).

Kakšen je idealen 401(k) načrt, ne ve nihče. Zelo pomembni pri tem načrtu so osnovni standardi varčevanja, saj jih nekateri uporabniki nikoli ne spreminjajo. Spoštovanje teh standardov bi moralo zagotoviti zadostno varčevanje pri primernem tveganju. Ti standardi lahko vključujejo avtomatičen vpis v varčevanje, da ljudje sploh začnejo varčevati. Hkrati bi morali vključevati primerno razdelitev sredstev v sklade, ki bi zagotavljali uspešno varčevanje. S tem bi dosegli to, da bi tudi tisti, ki se nikoli niso aktivno ukvarjali z načrtovanjem varčevanja za pokojnino, imeli zadostna sredstva v pokoju. Seveda je ena izmed glavnih prednosti 401(k) načrta, da ima posameznik možnost izbire in idealen 401(k) načrt bi moral zagotoviti ustrezno količino priložnosti za to. Za tiste, ki si tega želijo, je potrebno zagotoviti dovolj veliko izbiro skladov, ki pokrijejo velik spekter naložbenih možnosti. To je še posebno pomembno za posameznike, ki jim standardna izbira ni zadostna in ustrezna (Ackert & Deaves, 2010).

Ob menjavi službe je potrebno prenesti tudi 401(k) načrt in v teh primerih imamo štiri možnosti. Prva je dvig sredstev iz računa, kar navadno ni najboljša odločitev, razen če so sredstva potrebna za nujne primere, na primer plačilo zdravniškega računa. Dvig sredstev je obdavčen, hkrati pa lahko posameznik plača 10 % kazni zaradi dviga pred 59 letom in pol starosti. Druga možnost je, da se sredstva prenesejo na individualen pokojninski račun, s čimer se zaposleni lahko izogne takojšnjemu plačilu davka in lahko še naprej ohrani račun, ki mu omogoča nalaganje sredstev ter posledično davčne olajšave. Z IPR lahko ima zaposleni tudi večje naložbene možnosti, kot jih je imel pri delodajalcu. Pri prenosu sredstev iz 401(k) načrta na IPR je potrebno upoštevati tudi izjemno stroga pravila, katerih kršitev je lahko draga za posameznika. Tretja možnost je, da sredstva ostanejo pri starem delodajalcu, četudi nekdanji zaposleni ne nalaga več sredstev na račun. To se dogaja predvsem pri računih, kjer je več kot \$5000, pri manjših pa delodajalec navadno zahteva prenos sredstev. Takšna odločitev je dobra v primeru, da je trenutni račun dobro voden. Če zaposleni pogosto menja službo in ima že več 401(k) načrtov pri različnih bivših delodajalcih, pa se lahko izgubi nadzor nad vsemi računi, ki jih je skozi svojo kariero odprl. Zadnja možnost je, da se račun prenese na novega delodajalca. Tako kot pri prenosu na IPR se tudi v tem primeru davčne ugodnosti ohranijo in zaposleni ne plača nobenega davka (Kagan, 2019d).

## **2.4 Pregled po državah**

Delež posameznikov, ki so udeleženi v različne oblike zasebnih pokojninskih načrtov, je uporaben indikator za ocenjevanje razširjenosti pokojninskih načrtov v posamezni državi in koliko ljudi varčuje, s pomočjo dodatnih prihrankov, za pokojnine poleg tistega, kar lahko pričakujejo od javnih pokojninskih sistemov. Udeležba v pokojninskih načrtih je lahko



obvezna, prostovoljna ali spodbujena z avtomatično vključitvijo v pokojninski načrt in se po državah razlikuje. V nekaterih državah morajo delodajalci po zakonu ustanoviti pokojninske načrte za svoje zaposlene, v katere se morajo slednji potem tudi vključiti (Finska, Norveška, Švica). Na Danskem, Nizozemskem in Švedskem ustvarjanje takšnih načrtov ni zakonsko zahtevano s strani delodajalca. Kljub temu je udeležba v teh državah praktično obvezna, saj je odločitev o tem sprejeta znotraj posameznih industrijskih panog s pogajanjem med delodajalci in sindikati, ki posledično sprejmejo dogovor. Nekatero državo Južne Amerike in evropske države ne zahtevajo, da delodajalci ustvarijo načrte za zaposlene, ampak se od njih zahteva, da se vključijo v zasebne pokojninske sklade po svoji izbiri (Čile, Kolumbija, Mehika) ali pa v državno financirane načrte (Danska). Mnogo ostalih evropskih držav (Avstrija, Češka, Francija, Portugalska) ne zahteva od delodajalcev ustvarjanja načrtov niti od zaposlenih, da se vključijo v zasebne individualne pokojninske načrte. Nekatero druge države uporabljajo mehko obvezno udeležbo, ki se spodbuja s pomočjo avtomatične udeležbe (Italija, Nova Zelandija, Turčija, Velika Britanija). V teh državah mora delodajalec vključiti zaposlene v pokojninske načrte pod določenimi pogoji, še vedno pa se lahko zaposleni odloči za izstop iz načrta v določenem časovnem obdobju (OECD, 2019).

Udeležba v prostovoljnih načrtih se med državami močno razlikuje. Več kot polovica ljudi v starosti, primerni za delo, je financirana s prostovoljnimi načrti v naslednjih državah: v Belgiji (51 %), Češki Republiki (56 %), Nemčiji (57 %), Japonski (čez 50 %), Litvi (75 %) in Poljski (66 %). Delež ljudi, vključenih v pokojninske načrte, se je v zadnjih letih povečal, še posebno je zaznati porast tistih, ki so avtomatično vključeni, in tistih, ki so vključeni v obvezne načrte. Največji porast je bil opazen v Novi Zelandiji, in sicer za 48 odstotnih točk. Pomembno je omeniti tudi to, da je v mnogih državah udeležba obvezna, vendar je odgovornost za vplačila povsem na strani zaposlenih (Čile, Hrvaška, Gana, Kazahstan, Peru, Romunija) ali samo na delodajalcih (Avstralija, Norveška, Slovaška) ali pa na obeh (Estonija, Islandija, Švica). To seveda ne velja za vse delodajalce, ampak samo za tiste, ki ustrezajo kriterijem (OECD, 2019).

Države večinoma financirajo pokojnine po splošnem principu. Zadostne pokojnine naj bi bile financirane z državnim proračunom, medtem ko naj bi zavarovalne pokojnine bile samofinancirane, torej financirane s strani posameznikov in delodajalcev. V programu z določenimi prispevki ali zavarovalne pokojnine je posameznik upravičen do izplačila zneska, ki ga je vplačeval tudi sam oziroma ostali posamezni člani. Velikost pokojnine ni določena s strani države, ampak je odvisna od učinkovitosti naložb, kjer so prispevki investirani. Tudi donos je negotov zaradi spremenljivosti kapitalskih trgov. Bolj zapleteno je pri programu z določenimi pravicami, zato se danes na trgu uporablja čedalje manj. Za omenjen program države in delodajalci uporabljajo različne aktuarske in ekonomske tehnike, kjer s pomočjo kombinacij različnih parametrov in pravil lahko zagotovijo zadostna sredstva. Parametri so lahko ciljna stopnja nadomestitve, ustrežna starost za upokojeitev in stopnja prispevkov (Whitehouse, 2014).

Upokojenci v Turčiji, na Nizozemskem in Hrvaškem prejemajo, ko se upokojijo, več kot 100 % plače. Nizozemci dobijo 101 %, Turki 102 %, medtem ko Hrvati prejmejo kar 129 % plače, ki so jo prejeli. Visok delež plače prejemajo tudi v Indiji (99 %), na Portugalskem (95 %) in v Italiji (93 %). Najmanjši delež plače med državami OECD prejemajo v Združenem Kraljestvu (29 %), za lažjo predstavo: povprečje OECD držav je 63 %, povprečje držav Evropske unije pa je 71 %. Slovenci ob upokojitvi prejemamo v povprečju nekaj manj kot 60 % plače. Nizek odstotek ima ZDA (49 %), medtem ko ima država z več kot milijardo prebivalcev, Kitajska, kar 83 % delež plače. Mnogi pokojninski sistemi po svetu niso vzdržni in jih označujejo kot tempirano bombo, ki bi lahko vodila do nove svetovne gospodarske krize. Države zaradi teh podatkov že dvigujejo starost, potrebno za upokojitev (Smith, 2018).

### **3 VEDENJSKE FINANCE**

Vedenjske finance postajajo pomemben del financ in predstavljajo most med finančno teorijo, empiričnimi dokazi in prakso. Zamenjujejo racionalnega potrošnika z običajnim, vedenjski portfelj nadomesti standardni portfelj in CAPM model ali kakšen drug model, kjer se pričakovana donosnost meri samo s tveganjem, zamenja vedenjski model ocenjevanja dolgoročnih sredstev. Vedenjske finance razlikujejo tudi med racionalnim trgom in t. i. težko premagljivim trgom (angl. hard-to-beat market) v diskusiji o učinkovitosti trgov in ocenjujejo, zakaj so vlagatelji tako pogosto prepričani, da lahko premagajo trg (Statman, 2014).

Burton in Shan (2013) v svoji knjigi opozarjata, da njuno delo ni naklonjeno vedenjskim financam, vendar so kljub temu v zadnjih letih postale tako pomembne, da njihovih trditvev in dokazov ni mogoče več ignorirati. Tudi omenjena avtorja sta skeptična glede učinkovitosti trgov in predvsem mehurčkov, ki nastajajo vsakih nekaj let in zamajajo temelje finančne teorije. V času nastajanja mehurčkov so razmere na trgu navadno tako dobre, da nihče ne verjame, da bi lahko šlo kaj narobe. A vendar se zgodi tudi to in zagovorniki učinkovitosti trga zagovarjajo neskladja z zlobnostjo ljudi, ki so z manipulacijo povzročili nastanek mehurčkov. Sledijo reforme, ki naj bi preprečile ponovni nastanek mehurčkov, kar pa na podlagi empiričnih dokazov ni resnično.

Vedenjske finance so spremenile temeljni pogled na to, kako dojemamo vlagatelja. Ljudje nismo kot kalkulatorji in ne iščemo vedno optimalne rešitve na vsakem koraku, ampak se odločamo tudi na podlagi čustev. Lenoba, naglica ali pritisk mnogokrat vodijo do ponavljajočih se napak. Vedenjske finance obravnavajo te napake in jih z opazovanjem vedenja lahko predvidijo tudi v prihodnje. Mnogi vlagatelji škodijo svojemu portfelju s tem, da so naložbe preslabo razpršene, da prepogosto trgujejo, sledijo množici, preferirajo poznana domača podjetja in njihove delnice. Prodajajo dobre naložbe, vendar prepogosto ohranjajo slabe. Velikokrat razmišljajo kratkoročno in so preveč samozavestni. Vlagatelji se obnašajo neracionalno zaradi hevrstike, na podlagi katere iz svojih izkušenj skušajo reševati situacije na najenostavnejši način. Pogosto se zgodi, da vlagatelj enostavno ignorira ostale

dejavnike, ki bi lahko vplivali na končno odločitev. Da bi se uspešno spopadli s temi predsodki, sta potrebna izobrazba in usposabljanje (Merker & Peck, 2019).

Vedenjske finance so pogosto označene kot le skupek zgodbic o vlagateljih pod vplivom napačnih kognitivnih presoj in zavajajočih čustev. Očita se jim pomanjkanje konkretne strukture, kot je značilna za finance. Kljub vsemu danes obstaja mnogo vrzeli v financah, ki so nastale zaradi razhajanj med teorijo in dokazi. Medtem ko v klasičnih financah najdemo racionalnega človeka, v vedenjskih najdemo običajnega. Slednji ni neracionalen. Običajen potrošnik je včasih presamozavesten in ima občutek, da lahko vidi v prihodnost. Dogaja se tudi, da je preveč paranoičen in pretirano plašen ali pa ima nerealistična pričakovanja (Statman, 2014).

Glavna težava teoretičnih modelov klasične finančne ekonomije je, da ne dopuščajo možnosti neracionalnosti odločevalca. Vlada namreč prepričuje, da neracionalne odločevalce izloči trg sam s pomočjo racionalnih odločevalcev. Vedenjske finance to temeljno trditev postavljajo pod vprašaj. Klasična finančna teorija predpostavlja racionalnega potrošnika, ki pravilno interpretira pridobljene informacije, na podlagi katerih je zmožen oceniti prihodnje dogodke. Potrošnik si zastavi prioritete na podlagi funkcije koristnosti in optimizira subjektivno pričakovano koristnost. Teorija predvideva, da so udeleženci na trgu tako močni in dominantni, da so zmožni takoj izločiti kakršnekoli simptome neracionalnosti drugih udeležencev na trgu. Glede na neoklasično finančno teorijo se racionalni odločevalec odloča na podlagi dveh predpostavk. Ker ni naklonjen tveganju, se zanj odloči samo v primeru, da mu to prinaša bodoče koristi. Nenaklonjenost tveganju je splošen in pogost fenomen, čeprav se stopnja nenaklonjenosti razlikuje med posamezniki. Druga predpostavka pa je, da se odločevalci vedno odločajo tako, da maksimizirajo pričakovano koristnost. Vedenjski pristop izzove obe predpostavki, in sicer da je nenaklonjenost tveganju odvisna od situacije, v kateri so odločitve sprejete. Vedenjski eksperiment pokaže, da odločevalec pokaže nenaklonjenost tveganju, kadar izbira med alternativami, ki vodijo do manjših ali večjih dobičkov. V situaciji, kjer se odločajo o večji ali manjši izgubi, pa so pripravljeni bolj tvegati, kar je v skladu s teorijo izgledov (angl. prospect theory) (Szyszka, 2013).

Resničnost okrog nas je zelo dinamična. Skoraj vsak trenutek smo izpostavljeni novim informacijam, ki nas silijo, da ponovno razmislimo o dosedanjih prepričanjih in napovedih. Ključno vprašanje je, če smo zmožni sprejeti toliko informacij. Prav tako je vprašanje, če je človeški um zmožen vse to pravilno sprejeti in procesirati. Zelo verjetno je, da nismo zmožni primerno prilagoditi napovedi v skladu z novimi dejstvi in prav te pogosto obravnavamo selektivno (Szyszka, 2013).

Shefrin (2002) v svojem delu opisuje, zakaj so vedenjske finance pomembne za deležnike. S tem izrazom opisuje širok nabor ljudi: upravljalce portfeljev, finančne planerje in svetovalce, vlagatelje, borzne posrednike, stratege, finančne analitike, investicijske bančnike

in upravljalce podjetij, sam bi dodal tudi ljudi, ki si prizadevajo varčevati za pokojnine. Izvajalci so nagnjeni k delanju specifičnih napak, nekatere so manjše, druge usodne. Vedenjske finance nudijo možnost prepoznavanja svojih napak in napak drugih ter razumeti, da so oboje izjemno pomembne. Avtor poda tudi praktičen primer igre Izberi število. Leta 1997 so bralcem revije *Financial Times* naročili, da izberejo številko od 1 do 100, pri čemer bo zmagovalec tisti, ki bo najbližje dveh tretjinam povprečnega izbora. Opis igre je, če tekmuje 5 igralcev in so njihove številke 10, 20, 30, 40 in 50, je povprečje 30 in dve tretjine tega je številka 20. Zmagovalec je tisti, ki izbere številko 20. Bistvo igre je, da igralec skuša razumeti, kako razmišljajo drugi. Če razmislimo, je zmagovalna številka številka ena, ampak samo v primeru, da vsi izberejo 1. Realnost je, da tudi skupina izobraženih ljudi ne izbere številke 1. V našem primeru je bila zmagovalna številka številka 13. Igra nam lepo prikazuje dejstvo, da se ljudje motijo in delajo napake, četudi so izobraženi in to posledično vodi do tega, da so cene vrednostnih papirjev različne, kot bi bile, če potrošniki ne bi delali napak (Shefrin, 2002). Ljudje pogosto delamo napake in napaka je lahko nenamerna, pa vseeno ni v skladu s pravili in sega izven sprejemljivih okvirjev. Napaka je nekaj, kar odstopa od namena, pričakovanja ali zelenega. Človek naredi napako, ko je njegovo dejanje v skladu z načrtom in je načrt slab, kar vodi do napake. Lahko pa je načrt dober, vendar je izvedba nezadostna, kar prav tako vodi do napake (Merker & Peck, 2019).

Racionalnost je v financah in tudi na drugih področjih definirana kot dejanje v svojo korist, merjeno s pričakovano vrednostjo. Na odločitev seveda vplivajo tudi drugi dejavniki, in sicer da je človek pod vplivom učinkov, ki presegajo njegovo znanje in vodijo v odločitve, ki ne prikazujejo resnične vrednosti. V času Aristotela je bila racionalnost pojmovana kot koncept, kjer imajo ljudje v tipičnih situacijah mnogo razlogov, da naredijo različne stvari. Slednji so lahko med seboj v konfliktu in končna izbira predstavlja relativno prioriteto, ki jo imajo ti razlogi za posameznika. Po tej definiciji je posameznik neprestano popolnoma racionalen. Vedno se odloča na podlagi razlogov, ki jih ima, kar se odraža v značilnostih, odnosu, znanju in duševnem stanju v določenem trenutku. Vedenjska odločitev, ki je bila neracionalna, se pojavi samo zato, ker situacija, vključujoč posameznikove razloge, ni bila dovolj razločna v odnosu zaznavnih okoliščin in razlogov, ki so bili dani posamezniku v določenih okoliščinah. Posameznikov razlog je osnova za dejanje. Nekatera dejanska stanja imajo pri posamezniku večjo utež kot ostala. Razlikujemo med hedoničnim (kaj nam je prijetno), razumnim (kaj je v posameznikovem interesu), etičnim (kaj je moralno sporno in kaj ne) in okusnim (kaj je primerno) dejanskim stanjem. Končna odločitev je sprejeta na podlagi tega, kar je posamezniku pomembno ob upoštevanju vseh dejanskih stanj. Posameznik izbere po pomembnosti, ki jo loči na dva dela. Prvi je, da ima potrebna znanja, spretnosti, zmožnosti in druge osebne karakteristike, ki mu omogočajo prepoznavanje končnega rezultata posameznih vedenj in oceno njihovih učinkov. Drugi pa je, da ima vrednote in vedenjske prioritete. Odločitev ni nikoli sprejeta na podlagi numerične meritve rezultata, razen če je takšna, da predstavlja to, kar je posamezniku pomembno (Jeffrey & Putman, 2013).

V življenju nas pogosto vodi intuicija, izražena v zaznavnih in čutnih bližnjicah. Človek ima dva miselna sistema: sistem ena je intuitiven, avtomatičen, hiter in ne zahteva miselnega napora, medtem ko je sistem dva počasnejši, bolj kontroliran in zahteva več miselnega napora. Racionalni ljudje uporabljajo sistem dva, kadar jih sistem ena zavaja, medtem ko običajni ljudje izpustijo miselni sistem dva v primerih, ko najdejo odgovor že v sistemu ena. Kljub temu se običajni ljudje lahko nevedni ali pa razgledani. Slednji so se nepopolno in z veliko napora naučili, da uporabijo sistem dve, ko sistem ena zavaja (Statman, 2017a).

Možgani racionalnih ljudi, kot si jih zamišljajo ekonomisti, niso nikoli polni. Racionalni ljudje so imuni na zaznavne in čustvene napake in so sposobni procesirati ogromne količine informacij hitro in pravilno. V nasprotju s tem obstajajo običajni ljudje, katerih možgani so pogosto polni. V standardnih finančnih zadevah se racionalni ljudi opisuje kot tiste, ki vedno preferirajo več bogastva v primerjavi z manj bogastva in so indiferentni glede na to, ali se njihovo bogastvo izraža v denarnem izplačilu ali povečanju cen njihovih vrednostnih papirjev. Racionalni ljudje so zmožni razlikovati med svojima vlogama potrošnika in vlagatelja. Kot vlagatelju jim je pomembna samo uporabna korist, velika donosnost in majhno tveganje, kot potrošniku pa socialno-ekonomske in čustvene koristi. Uporabne koristi so tiste, ki nam povejo kaj nekaj naredi za nas in kako koristno je to za naše premoženje. Socialno-ekonomske koristi so tiste, ki nam in ostalim predstavljajo naše vrednote, okus in socialni status. To, da vozimo električni avtomobil, gotovo o nas pove, da smo okoljsko odgovorni, medtem ko nakup dragega športnega avtomobila sporoča višji socialno-ekonomski status. Čustvene koristi predstavljajo to, kako se posameznik zaradi določene stvari počuti. Lastništvo dragega avtomobila nas gotovo navdaja s čustvom ponosa. Racionalni ljudje se nikoli ne ujamejo v past uokvirjanja, kjer bi vsoto v denarju dojemali enako kot dvig cen delnic za enako vsoto, nikoli ne predvidevajo napačno in posledično nikoli ne sprejmejo napačnih zaključkov. Nikoli ne iščejo samo dokazov, ki bi podkrepili njihovo prepričanje. Racionalni ljudje nikoli niso pretirano prestrašeni niti nimajo nerealnih želja (Statman, 2017a).

Običajni ljudje niso vedno indiferentni glede tega, v kakšni obliki želijo videti povečanje premoženja in jim je pomembno, ali je to izraženo v denarju, v obliki dividende ali v dvigu cene delnice. Ločijo med denarjem v fizični obliki in med dividendnimi prihodki ter kapitalnimi dobički, kar jim omogoča lažji nadzor nad potrošnjo v primerih, ko je samokontrola prešibka za ustrezen nadzor potrebe po potrošnji. Običajni ljudje so pogosto prepričani, da denar od dividend lahko porabljajo, medtem ko v kapital ne posegajo (Statman, 2017a). Tudi Ackert in Deaves (2010) v svojem delu opisujeta običajnega človeka kot nepopolnega, ki ni zmožen preučiti vseh vrednostnih papirjev z vsemi mogočimi modeli, da bi prišel do optimalne naložbe. Običajni ljudje so časovno omejeni in nimajo vseh informacij v spremenljivem svetu. Možnost zaznave in omejen spomin sta nenatančna filtra informacij in način, na katerega je informacija predstavljena, je okvir, ki vpliva na to, kako jo obravnavamo.

Vedenjske finance poleg racionalnih in običajnih ljudi obravnavajo tudi vedenjske pristranskosti, ki imajo pomembno vlogo pri varčevanju za starost. Sahi (2015) definira vedenjske pristranskost kot težnjo k določenim zaključkom. V psihologiji se razlaga kot sistematična napaka v presoji. Literatura vedenjskih financ razlaga pristranskost kot napako, odstopanje, ki mora biti popravljeno. To je res, če odločitve primerjamo z odločitvami, ki jih zagovarjajo standardne finance. Če pristranskosti obravnavamo samostojno, pa odsevajo dizajn človeškega uma.

Bodoči upokojenci, ki upravljajo s svojimi pokojninskimi računi, se obnašajo kot ostali nepoučeni investitorji, le da so se slednji samostojno odločili za trgovanje, medtem ko so prvi v to bili primorani. Posledično investitorjem, ki varčujejo za pokojnino, pogosto primanjkuje ustreznega znanja. Ackert in Deaves (2010) navajata kot dokaz za to splošno prepričanje med takšnimi vlagatelji, da so posamezne naložbe manj tvegane kot razpršen portfelj vrednostnih papirjev. Pogosto so naložbe preslabo razpršene in neoptimalne in tega se investitorji tudi zavedajo. Varčevalci za pokojnino so mnogokrat pod vplivom različnih pristranskosti, ki vplivajo na njihove odločitve. Na pristranskosti niso pozorni, največkrat pa se niti ne zavedajo, da obstajajo.

### 3.1 Dispozicijski učinek

Dispozicijski učinek ali učinek nagnjenosti k realizaciji dobičkov in nerealizaciji izgub (angl. disposition effect) je pogosta pristranskost v vedenjskih financah, ki vpliva na posameznega vlagatelja, ko proda vrednostni papir v svojem portfelju. Primer dispozicijskega učinka je, če ima vlagatelj dve delnici. Prvi delnici se je povečala vrednost (zmagovalec), drugi pa se je zmanjšala (poraženec) v primerjavi s prvotno ceno delnice. Če vlagatelj sprejme odločitev o prodaji vrednostnega papirja, ima dve možnosti. Lahko proda zmagovalno delnico in jo obravnava kot uspešno naložbo ali pa proda slabšo delnico in jo obravnava kot napako. Če prodajo delnice postavimo v okvir, kjer se vlagatelj odloča, ali želi čutiti zadovoljstvo ali bolečino, bi se odločili, da je bolje prodati zmagovalno delnico kot tisto, ki ji je vrednost padala. Dispozicijski učinek je primer omejenega uokvirjanja. Vlagatelj pričakuje dobiček v vsaki naložbi, ki jo opravi. Racionalen vlagatelj, s celostnim pogledom na svoj portfelj, bi se odločil prodati tisto delnico, za katero je bolj verjetno, da bo v prihodnje imela slabše rezultate ne glede na to, ali je trenutno zmagovalec ali poraženec. Dispozicijski učinek je pogost primer neracionalnega obnašanja vlagateljev, ki ga je mogoče opaziti na trgu vrednostnih papirjev. Primer nakazuje razliko med standardno finančno teorijo, ki zagovarja racionalnega potrošnika, in vedenjsko teorijo, ki zagovarja običajnega potrošnika. Razlago za omenjeno pristranskost je možno najti tudi v teoriji izgledov, ki jo bom predstavil v nadaljevanju (Trejos, Deemen, Rodríguez & Gómez, 2019).

$$DE = \frac{S_+ - S_-}{S_+ + S_-} \quad (1)$$

Izračunamo lahko, ali je prišlo do dispozicijskega učinka ali ne. Dispozicijski učinek je v formuli ( $I$ ) označen kot DE (disposition effect), količina prodanih zmagovalcev kot  $S_+$  in količina prodanih poražencev kot  $S_-$ . Do dispozicijskega učinka pride, ko delimo razliko prodanih zmagovalcev in prodanih poražencev z vsoto prodanih zmagovalcev in poražencev. Če je koeficient dispozicije pozitiven, lahko rečemo, da je prišlo do dispozicijskega učinka, medtem ko v primeru negativnega koeficienta ni prišlo do dispozicijskega učinka (Trejos, Deemen, Rodríguez & Gómez, 2019).

### 3.2 Pravilo palca

Pravilo palca (angl. rule of thumb) je mnogokrat drugi izraz za hevristiko. Hevristika je definirana kot proces, pri katerem ljudje spoznajo stvari sami, navadno spotoma ali z napakami. To ljudi pripelje do razvoja pravila palca, s katerim sprejemajo odločitve, vendar mnogokrat vodi do novih napak. Veliko pristranskosti, ki jih bom predstavil v nadaljevanju, spada med hevristične. Hevristika je kot izračun na zadnji strani kuverte, izjemno groba ocena nečesa, kar včasih pripelje do pravega rezultata, to pa je večkrat izjema kot pravilo. Mnogo ljudi se zanaša na medije, ki nekatere novice bolj poudarijo kot druge in to samo zato, ker ocenijo, da so bolj pomembne. Posledično se zanašajo na to, kar jim je predstavljeno in temu tudi verjamejo (Shefrin, 2002).

Cartwright (2018) hevristiko razlaga kot katerokoli pravilo palca ali enostavno pravilo vedenja, s katero oseba rešuje problem. Veliko odločitev je sprejetih s pravilom palca, ker nam to olajša odločitve, ki so drugače lahko preveč zapletene. Posledično je pomembno, da se zavedamo, kako hevristika deluje in kakšne posledice lahko prinese.

Kognitivne bližnjice so del intuitivnega miselnega sistema ena, ki sem ga predhodno že opisal in nas vodi v življenju do večinoma dobrih odločitev. Sistem dve nas vodi do boljših odločitev, ko sistem ena zavaja. Ljudje z znanjem na področju človekovega vedenja in finančnih dejstev uporabljajo kognitivne bližnjice pravilno, medtem ko ljudje s pomanjkanjem znanja delajo napake, ker jih uporabljajo napačno. Tudi kognitivne bližnjice so drug izraz za pravilo palca ali hevristiko. Enoten seznam kognitivnih bližnjic in z njimi povezanih napak ne obstaja. Dejanja so napačna, ker prehitro delamo zaključke. V nadaljevanju bom opisal naslednje kognitivne bližnjice: uokvirjanje, sidranje, razpoložljivost, preveliko samozavest (Statman, 2017a).

V primeru, da bi bilo maksimiziranje koristnosti enostavno, ljudje ne bi imeli težav. Realnost je seveda drugačna in situacije niso tako preproste. Omejitve naših možganov, ki niso zmožni procesirati ogromne količine informacij v kratkem času, silijo ljudi v sprejemanje odločitev na podlagi določenih hevristik. Kot že omenjeno, nam to omogoča hitro procesiranje informacij in sprejemanje odločitev. To pripelje do napak, ki poleg hevristike nastanejo tudi na podlagi čustev in pogledov. Posamezniki lahko imajo tudi določene motive, ki vplivajo na njihove odločitve. V tradicionalnih financah takšno vedenje označijo

kot neoptimalno in neracionalno. Hevristika se zanaša na uporabo bližnjic, ko je predstavljena naloga nekaj, kar naše misli še niso izkusile (Sahi, 2015).

Tversky in Kahneman (1974) sta ena izmed prvih, ki predstavljata hevristiko. Tudi izkušeni raziskovalci uporabljajo pravilo palca, v primeru, ko predvidevajo, kakšen bo rezultat, ki bi najbolje predstavil podatke, ki jih obravnavajo. Ljudje pogosto uporabljajo pravilo palca, saj se večina ni učila o statističnih osnovah, te pa se težko naučimo iz vsakodnevnih izkušenj. Posledično se ljudje vsakodnevno tudi ne zavedajo pristranskosti v svojih ocenah o verjetnosti dogodka. Prav tako ne beležijo vseh odločitev, ki so jih naredili, in nimajo podatka o tem, da je samo polovica vseh napovedi, ki so jih označili z verjetnostjo devetdesetih odstotkov ali več, dejansko resnična. Pomanjkanje povratne informacije vodi do ponavljanja napak, ki pa se jim z ustreznim izobraževanjem in njihovo predstavitvijo lahko izognemo.

### 3.3 1/n hevristika

Program z določenimi prispevki postaja čedalje bolj v uporabi. Naložbene odločitve sprejemajo vlagatelji sami in kljub številnim prednostim, ki jih imajo takšni načrti, mnogi izražajo zaskrbljenost nad kvaliteto posameznikovih odločitev. Vprašljiva je njihova finančna sofisticiranost. Anketa John Hancock Financial Services iz leta 1995 je pokazala, da večina vprašanih meni, da so skladi denarnega trga bolj tvegani od državnih obveznic in da so delnice podjetja, v katerem so zaposleni, bolj varne kot razpršen portfelj. Seveda se ne motijo vsi, zato je bolje analizirati, na kakšen način vlagatelji sprejemajo odločitve in zakaj se zdi, da temeljijo na naivni oziroma zmotni predstavi o razpršenosti portfelja. Primer za to je t. i. »1/n hevristika«. Nekdo, ki se odloči za takšen način razprševanja portfelja, enostavno deli vse prispevke enakomerno med  $n$  število opcij, ponujenih pri pokojninskem varčevalnem načrtu (Benartzi & Thaler, 2005a).

Omenjen pristop ima dolgo zgodovino in se omenja že v Talmudu, ki je osrednje besedilo rabinskega judovstva in primarni vir judovskega verskega prava in teologije. Rabin Issac bar Aha je v omenjeni knjigi podal strategijo razprševanja svojih sredstev. »Človek bi moral vedno razdeliti svoj denar, tretjino za nakup zemlje, tretjino za trgovanje in tretjino ohraniti v denarju.« (Benartzi & Thaler, 2005a, str. 571). Takšen način je prisoten še danes. Mnogo let je eden izmed največjih ameriških programov z določenimi prispevki TIAA-CREF ponujal dve vrsti naložb, delnice in obveznice, kjer je bila najbolj pogosta razdelitev sredstev v razmerju 50 – 50. Tudi Harry Markowitz, pionir razvoja teorije modernega portfelja, je uporabljal te oblike razdeljevanja portfelja, ki ga je utemeljeval s tem, da z enakomerno razpršenim portfeljem minimalizira bodoča obžalovanja (Benartzi & Thaler, 2005a).

Razdeljevanje naložb portfelja po načinu 1/n hevristika ni napačno, je pa lahko precej drago. Primer za to je, ko je posameznik vključen v načrt, kjer pretežno prevlada ponudba delnic in posameznik večinoma vlaga svoja sredstva v delnice, medtem ko je situacija lahko tudi



obratna in je vključen v načrt, ki ponuja pretežno samo obveznice, ter tudi sam vlaga samo v obveznice (Cartwright, 2018). Zavedanje problematike omenjenega pristopa je pomembno za vse, ki si prizadevajo varčevati za pokojnine in so vključeni v podobne načrte.

Benartzi in Thaler (2005a) v svojo raziskavo vključita zaposlene na univerzi ter jih prosita, da svoje prispevke razdelijo med dva sklada. Rezultati pokažejo, da ljudje razporedijo sredstva drugače, kadar so jim ponujene različne oblike načrtov (kombinacija delnic in obveznic) kot takrat, ko imajo svobodo pri oblikovanju portfelja (razdeljevanje sredstev med delniške ali obvezniške sklade). Raziskava je pokazala, da lahko imajo ponujeni načrti močan vpliv na to, za kakšne naložbe se posamezniki na koncu tudi odločijo. Zanimiva ugotovitev je tudi, da se naložbe v delnice povečajo, če je posamezniku na voljo več delniških skladov v primerjavi z obvezniškimi skladi. Rezultate raziskave avtorja podpreta tudi z analizo dejanskih odločitev posameznikov v 170 pokojninskih načrtih, kjer ponovno prideta do podobnih zaključkov kot v prejšnjih kontroliranih raziskavah.

Odlaganje z odločitvijo pogosto ni možno. Odločitve morajo biti sprejete, čeprav okoliščine ne dopuščajo vseh informacij in kapacitet za procesiranje. To vodi do nujnih bližnjic ali hevrstike. Hevrstika je pravilo odločanja, ki izkorišča le del celotne informacije. Ljudje uporabljamo hevrstiko praktično povsod, ne da bi se tega zavedali. Deluje na podlagi dveh miselnih sistemov: tipa ena in dve. Tip ena hevrstika je tisti, ki je avtomatičen in ne zahteva pretiranega miselnega napora ter se uporabi, kadar je potrebna hitra odločitev. Tip dve hevrstika pa zahteva več miselnega napora in časa (Ackert & Deaves, 2010).

Poleg 1/n hevrstike obstaja tudi razpršena hevrstika. Ta predlaga, da ljudje poizkusijo različne stvari, ko izbira ni obojestransko ekskluzivna. Ljudje imajo potrebo po izbiri in novitetah. V primeru, da se odločamo dolgoročno, in v primeru, da vseh investicij ne naredimo naenkrat, imamo raje večjo izbiro in navadno tudi izberemo različne stvari. Če se odločamo hipno, ne da bi razmišljali dolgoročno, se lahko zgodi, da se vedno odločimo za enako ali podobno stvar. Večja izbira nam daje možnost za bolj razpršen portfelj. Časovna komponenta in možnost izbire sta v tem primeru v konfliktu, saj nam manjša izbira omogoča sprejemanje hitrejših odločitev, ki niso dovolj razpršene. Večja izbira pa je učinkovita, kadar odločitve sprejemamo večkrat in časovno ločeno ter ob tem ne razmišljamo samo o trenutni izbiri, ampak celostno (Ackert & Deaves, 2010).

### **3.4 Prevelika samozavest**

Zanimanje za posledice, ki nastanejo zaradi prevelike samozavesti (angl. overconfidence) investitorjev glede finančnih odločitev, je ogromno. Na trgu je prevelika samozavest povezana s precenitvijo natančnosti posameznikovih informacij. Povezuje se jo s povečanim trgovanjem, večjo variabilnostjo cen vrednostnih papirjev, prevelikim tveganjem in nižjo pričakovano koristnostjo (Duxbury, 2015). Veliko dokazov nakazuje, da so odločevalci večinoma preveč samozavestni. To se lahko razlaga na tri osnovne načine: nadpovprečni

učinek, učinek kalibracije in iluzija kontrole. Preveliko samozavest se navadno povezuje s prevelikim optimizmom in nerealno iluzijo. Povezuje se jo tudi z narcizmom, ki pa je bolj stvar posameznika kot pa kognitiven predsodek (Szyszka, 2013).

Prvi način je učinek nadpovprečnosti v primerjavi z drugimi. Od 60 do 90 % ljudi meni, da imajo nadpovprečne vozniške zmožnosti, smisel za humor in manj kot polovične možnosti za razvoj različnih bolezni. Če vzamemo celotno populacijo in jo razdelimo na pol, vidimo, da je vedno samo polovica lahko nadpovprečna, kar nakazuje na to, da večina ljudi precenjuje svoje zmožnosti. Podobno je tudi z učinkom kalibracije, kjer ljudje, ko jih prosimo za napoved prihodnosti, znotraj določenega verjetnostnega intervala navadno precenijo svoje znanje. Učinek kalibracije je zelo pogost tudi na trgu vrednostnih papirjev, kar pomeni, da je relevanten tudi pri varčevalcih za pokojnine (Szyszka, 2013). Značilnost večine preveč samozavestnih je, da postavljajo izjemno ozke konfidenčne intervale. Empirične ugotovitve pokažejo, da postavijo zgornji interval prenizko in spodnjega previsoko (Shefrin, 2002).

Prevelika samozavest se večinoma pojavlja pri profesionalcih, ki mislijo, da lahko s svojim znanjem napovejo prihodnost. Ta se pojavlja pri zdravnikih, psihologih, inženirjih, pogajalcih, finančnih analitikih in tudi pri investitorjih ter upravljalcih podjetij. Prevelika samozavest se navadno pokaže v primerih, ko je naloga težja in kjer ni ustreznih povratnih informacij o preteklih odločitvah, medtem ko se nesamozavest navadno pokaže pri relativno enostavnih nalogah (Szyszka, 2013). Do podobnih spoznanj pride tudi Hirshleifer (2015). Prevelika samozavest nastopi pri ocenjevanju bolj oddaljene prihodnosti, povezana pa je tudi s spolom. Moški so navadno bolj samozavestni.

Od leta 1960 se psihologi zavedajo, da so neinformirani posamezniki nagnjeni k temu, da precenjujejo natančnost svojega znanja. Obstaja mnogo športnih navdušencev, ki samozavestno komentirajo trenerjeve odločitve in dejansko verjamejo, da bi sami vodili bolje. V financah se predsodek prevelike samozavesti pokaže v prekomernem trgovanju na trgu, ker so prepričani, da lahko na podlagi svojih znanj prepoznajo zmagovalne in slabše delnice. Resnica je ta, da tisti, ki trgujejo prekomerno, navadno nimajo večjih donosov, saj s pogostejšim trgovanjem nastanejo tudi večji stroški trgovanja. Tudi Barber in Odean (2001), podobno kot Szyszka (2013), opozarjata, da so psihološke študije dokazale, da so moški na področjih, kot so finance, bolj samozavestni kot ženske (Berk & DeMarzo, 2017). Barber in Odean (2001) sta odkrila, da moški trgujejo 45 % več kot ženske, njihov povprečni donos pa je odstotek nižji kot pri ženskah.

Ljudje si pogosto pripisujejo izbrane zasluge za nekatere pravilne odločitve in svoje zmožnosti, medtem ko napake pripisujejo nesreči in napakam drugih. Nezmožnost objektivnega pogleda na uspeh ali neuspeh omejuje naše možnosti, da se iz odločitev in dejanj kaj naučimo. Nevarnost nastane, ko ljudje precenjujejo svoje znanje, podcenjujejo tveganje in se izpostavljajo neprijetnim presenečenjem, ki poslabšajo možnosti, da bi se

naučili, kako v prihodnje bolje ravnati. Kot je dejal že znan nemški filozof Hegel: »Iz zgodovine smo se naučili, da se človek nikoli nič ne nauči iz zgodovine.« (Szyszka, 2013, str. 42).

Koncept prevelike samozavesti izpeljemo iz mnogo kognitivnih psiholoških eksperimentov in anket, ki obravnavajo predvsem precenitev tako posameznikovih zmožnosti kot tudi natančnost danih informacij. Ljudje slabo ocenijo verjetnost dogodkov in so prepričani, da se bo nekaj gotovo zgodilo, hkrati pa so prepričani, da imajo boljše informacije, kot jih dejansko imajo. Prevelika samozavest ne pomeni nujno, da so posamezniki nevedni ali nekompetentni, ampak pomeni, da sta presoja in ocena situacije obravnavani kot boljši, kot se izkaže v resnici (Trejos, Deemen, Rodríguez & Gómez, 2019).

### **3.5 Ekstrapolacijska pristranskost**

Ekstrapolacijska pristranskost (angl. extrapolation bias) se pojavi, ko na podlagi preteklih trendov to projiciramo v prihodnost, vsi podatki pa so v kratkih časovnih okvirjih. To pomeni, da na podlagi trendov zadnjih treh let naredimo pet- ali desetletne projekcije oziroma napovedi prodaje ali gibanje cen delnic. Ekstrapolacijska pristranskost pogosto zanemarja učinek nenavadnih dogodkov, ki pomembno vplivajo na trenutne ravni prodaje. Tudi dobiček je lahko samo začasen in je posledica ugodnih tržnih razmer. Investitorji in analitiki mnogokrat pozabijo osnovna mikroekonomska pravila. Če podjetje ustvarja dobiček, ki je višji od povprečja sektorja, potem se kmalu pričakuje vstop novih igralcev na trg, ki bodo skušali posnemati uspešno strategijo vodilnega podjetja. Konkurenca bo dolgoročno znižala marže in dobički se bodo vrnili na povprečno raven sektorja. Ko podjetje razvije nov visoko kakovosten produkt in ga uspešno prodaja na trgu, so rezultati podjetja odlični. Analitiki te pretekle rezultate ekstrapolirajo, kar se odraža v visokih cenah delnic in napovedani rasti. Trenutna visoka vrednost podjetja je posledica predvidevanja, da se bo rast nadaljevala tudi v prihodnje (Szyszka, 2013).

Shefrin (2002) prav tako opozarja na omenjen predsodek. Ljudje izračunavajo svoje napovedi na podlagi naivnega projiciranja preteklih trendov v prihodnost. Prevelika samozavest posameznikov, predstavljena v prejšnjem poglavju, pa jim daje občutek zmožnosti natančne napovedi.

### **3.6 Učinek izstopajočega dogodka**

Raziskave in eksperimenti kažejo sistematske napake pri ocenah tveganja še posebno pri dogodkih, ki veljajo za manj verjetne (angl. salience effect). Takšni dogodki so navadno prezrti ali pa imajo, ravno nasprotno, preveliko težo. Primer, ki ga navajata Dessain in Matray (2017), je, kako ljudje na potresnih ali poplavnih območjih navadno obravnavajo verjetnost za katastrofalni dogodek. Večina ljudi možnost katastrofalnega dogodka enostavno prezre, prav tako prezre možne posledice in zato ne zavarujejo svojega imetja. Ko

se tveganje poveča zaradi napovedi različnih obveščevalnih agencij, mnogi postanejo pozorni in so pripravljeni zavarovati premoženje tudi za desetkrat večjo ceno, kot če bi se zavarovali pred opozorili. Tudi laboratorijski eksperimenti potrjujejo omenjene ugotovitve. Dogodki z malo verjetnostjo uresničitve so prvotno prezrti in postanejo precenjeni, ko pritegnejo pozornost zaradi opozoril.

Tversky in Kahneman (1973) razlagata, da ljudje poenostavljajo oceno verjetnosti z uporabo heuristike, v tem primeru razpoložljivosti. Heuristika razpoložljivosti izvira iz izkušenj, da je pogostejše dogodke lažje priklicati v spomin oz. si jih predstavljati kot manj pogoste. Ko pride do ocene verjetnosti dogodka, večina ljudi ocenjuje, kako enostavno si je predstavljati primer ali situacijo, v kateri se je dogodek dejansko zgodil. Pomanjkljivost tega pravila je, da na razpoložljivost lahko vplivajo dejavniki, ki niso povezani z dejansko pogostostjo dogodka. Dejavniki, kot so nedavni izstopajoči dogodki ali njihova bližina, lahko vplivajo na razpoložljivost in ustvarijo razhajanja med zaznavnim in dejanskim tveganjem. V primeru, da se je nedavno zgodila naravna katastrofa (izstopajoč dogodek), je razpoložljivost katastrofe velika, posledično pa je objektivna verjetnost precenjena. Navadno so takšni dogodki manj razpoložljivi in je njihova verjetnost prezrta. Bordalo, Gennaioli in Shleifer (2013) v svoji študiji raziskujejo učinek nedavnega izstopajočega dogodka na posameznikove odločitve. Njihove ugotovitve so, da odločevalci precenjujejo stanja, ki so pritegnila njihovo pozornost, medtem ko spregledajo ostale. Dodatno odkrijejo, da so manjše verjetnosti predmet večje izkrivljenosti, ker niso odvisne od objektivne verjetnosti. Ugotovijo, da so manj verjetni dogodki precenjeni, ko so posledice bolj izstopajoče, in podcenjeni v nasprotnem primeru.

Dessain in Matray (2017) empirično dokažeta, da upravitelji podjetij pokažejo predsodke, ko ocenjujejo tveganje. To je v skladu s teorijo izbire ob izstopajočem dogodku, ki predvideva, da začasna izstopajoča nevarnost upravitelje pripravi do tega, da ponovno ocenijo razpoložljivost tveganja in ga ocenijo s preveliko verjetnostjo. Te odločitve so napačne in dokazano povzročijo stroške ter neučinkovitost. Primer, ki ga v raziskavi uporabita, je dvig denarja v blagajni podjetja v času izstopajočega dogodka, za primer uporabita naravno katastrofo (orkan). Nenadno povečanje zalog denarja zaradi odsotnosti zavarovanja v primeru naravne katastrofe vpliva na bilanco stanja, ki je mnogo večje kot dejanska pričakovana izguba ob morebitnem škodnem dogodku. Posledično denar, ki bi moral biti uporabljen drugače, izgublja na vrednosti samo zaradi precenjenosti verjetnosti dogodka. Če dogodek, kot je naravna katastrofa, zaradi svoje majhne verjetnosti ne bi bil spregledan, bi odgovorni primerno zavarovali svoje podjetje že pred pojavom izstopajočega dogodka in v času dejanskega pojava ne bi precenili tveganja ter ne bi sprejemali stroškovno neučinkovitih odločitev za podjetje.

### 3.7 Sidranje

Sidranje (angl. anchoring) se pojavi, ko je posamezniku predstavljena izhodiščna točka, na katero se potem opira, lahko pa tudi takrat, ko posameznik ocenjuje rezultat na podlagi nedokončanih izračunov (Tversky & Kahneman, 1974). V literaturi iz psihologije je opisano, da arbitražno izbrana referenčna točka (sidro) pomembno vpliva na končno oceno vrednosti in da je ocena vrednosti neustrezno prilagojena stran od referenčne točke proti vrednosti posameznikove ocene (Northcraft & Neale, 1987).

Znan primer sidranja je intuitivna ocena matematičnega izračuna. Srednješolce so razdelili v dve ločeni skupini in jih prosili, da v časovnem intervalu petih sekund podajo oceno matematičnega izraza. Prva je dobila izraz množenja  $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$ , druga pa izraz množenja  $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ . V prvi skupini je bila povprečna ocena 2.250, medtem ko je bila v drugi 512. Pravilen rezultat je 40.320. To dokazuje, da so na podlagi prvih nekaj števil zaradi pomanjkanja časa naredili grobo oceno, na katero so vplivali začetni izračuni. Drug eksperiment, kjer so ocenjevali odstotek afriških držav v Združenih narodih, prav tako dokazuje sidranje. Udeleženci eksperimenta so zavrteli kolo sreče, potem pa so na podlagi številke, ki so jo zavrteli, morali izbrati, ali je odstotek držav večji ali manjši. Kasneje so podali tudi približen odstotek držav. Tisti, ki so zavrteli številko 10, so ocenili, da je 25 % takšnih držav, če so zavrteli številko 45, pa so ocenili, da je takšnih držav 65 % (Tversky & Kahneman, 1974).

Stephan in Kiell (2017) sta raziskovala sidranje na podlagi napovedi cene nemškega delniškega indeksa DAX, ki vključuje delnice tridesetih najpomembnejših nemških družb. Posameznikom so pokazali graf gibanja cen v preteklih 21 mesecih. Udeležence so ponovno razdelili v dve skupini. Prvo so prosili, naj napovejo, če bo dvanajst mesecev kasneje cena pod nizko postavljenim sidrom, drugo pa, če bo nad visoko postavljenim sidrom. Oceniti so morali, v katerem intervalu cen se bo nahajal DAX indeks. Rezultati so pokazali pričakovano: udeleženci so bili pod vplivom sidra, ki sta ga postavila avtorja, njihove napovedi so bile pod vplivom iztočnice.

V praksi sidranje opazimo pri kreditorejalcih in kreditodajalcih, ki uporabljajo pretekle finančne pogoje kot referenčno točko (sidro) za določanje trenutne kreditne sposobnosti. Trenutni stroški kredita so močno pod vplivom nominalne stopnje preteklih kreditnih stroškov, ki so dopolnjeni s karakteristikami podjetja in razmerami na trgu. Primer za to so podjetja, ki so imela kredit v obdobju od 2005 do 2007, pred krizo leta 2008. Njihovi stroški kredita se med krizo niso bistveno spremenili, čeprav so se razmere na trgu močno spremenile. Kar tretjini podjetij, ki so ohranila enako oceno kreditne sposobnosti tudi med krizo, se stroški kredita niso spremenili in so ostali identični tudi med krizo, ne glede na takratne razmere na trgu. V nasprotju z omenjenimi podjetji so se tista, ki pred krizo niso ustvarila takšne referenčne točke (sidra), soočila z mnogo višjimi stroški posojil. Omenjen

primer sidranja je presenetljivo odkritje, saj teorije o poslovnih financah zahtevajo, da se stroški kapitala ocenjujejo na podlagi napovedi in ne preteklih informacij (Szyszka, 2013).

### 3.8 Status nedejavnosti

Status nedejavnosti (angl. status quo) je pogost pojav pri varčevanju za starost in ga je najenostavneje opisati na primeru. Predpostavljamo, da imamo dva popolnoma identična človeka, ki se odločata med dvema možnostma: A in B. Razlika je le v tem, da ima prvi prvotno možnost A in ima priložnost, če si tega želi, da zamenja za možnost B. Drugi je v obratni situaciji in začne z možnostjo B in ima priložnost, da jo zamenja za možnost A. Nenavadno pogostokrat se ljudje ne odločijo za spremembo možnosti in raje ostanejo pri trenutni izbiri ne glede na okoliščine. Ljudje dajejo prednost t. i. »status quo«, kar je bilo dokazano v različnih eksperimentih z različnimi scenariji in okoliščinami. Opisan primer ponazarja posameznika, ki ima možnosti odločanja ob tem, ko je ena možnost predpostavljena in bo izbrana, če je posameznik ne spremeni. Standardna ekonomska teorija predvideva, da se bo posameznik odločil za najbolj optimalno odločitev glede na svoje preference, eksperimenti pa kažejo, da je posameznik pod vplivom predhodno izbrane opcije. V literaturi takšen predsodek imenujejo predsodek statusa nedejavnosti (Burton & Shan, 2013).

Samuelson in Zeckhauser (1988) nastanek statusa nedejavnosti delita na tri kategorije. Učinek je lahko posledica sprejemanja racionalnih odločitev ob prisotnosti transakcijskih stroškov in/ali negotovosti. Lahko je tudi posledica napačnih kognitivnih zaznav ali pa psihološka zaveza, ki izvira iz napačne ocene nepovratnih stroškov, izogibanja odločitvam, ki bi lahko vodile k obžalovanju, ali želje po konsistentnosti.

Sprejemanje racionalnih odločitev pogosto vodi do statusa nedejavnosti zaradi transakcijskih stroškov. Poznamo ogromno boljših rešitev za stvari, ki jih poznamo danes, vendar bi menjava preprosto povzročila prevelike transakcijske stroške. V ZDA je to nemetrični sistem merjenja, pri katerem vztrajajo, čeprav ima metrični sistem merjenja mnogo prednosti. Univerzalen jezik, ki bi ga uporabljali vsi na svetu, ima ogromno prednosti, vendar bi to ponovno povzročilo ogromne transakcijske stroške glede na to, da poznamo več sto obstoječih jezikov. Status nedejavnosti je pri sprejemanju racionalnih odločitev podprt tudi zaradi prisotnosti negotovosti, ki posameznika prepriča v to, da raje ostane v službi, kjer je plačan manj, kot pa da išče novo službo, kar je lahko počasno, drago in negotovo (Samuelson & Zeckhauser, 1988). Napačne kognitivne zaznave so povezane s predsodkom nenaklonjenosti izgubi, predsodkom uokvirjanja ter sidranja, ki so že bili oz. bodo predstavljeni v nadaljevanju.

Psihološka zaveza posameznika vodi do tega, da sprejema drugačne odločitve, kot bi jih sprejemal racionalen posameznik. Primer za to so nepovratni stroški, ki jih posameznik dojema kot nekaj, zaradi česar je vredno vztrajati pri prvotni odločitvi. Posameznik je

nenaklonjen temu, da bi presekal nadaljnje izgube s tem, da se znebi prvotne investicije. Večja kot je pretekla naložba, težje se ji odreče. Drug primer psihološke zaveze je izogibanje odločitvam, katerih rezultat bi lahko bilo obžalovanje. Posamezniki so nenaklonjeni situacijam, v katerih morajo izbirati med več možnostmi, pri katerih obstaja možnost, da napačna izbira vodi do obžalovanja prvotne odločitve. Večina staršev se ne bi niti v sanjah odločila pustiti otroka samega doma v zibelki, medtem ko bi sami odšli po kratkih opravkih. V ekstremnih okoliščinah, kjer bi otrok umrl v požaru, bi starši čutili enormno obžalovanje in krivdo. Zadnji primer pa je želja po konsistentnosti, povezana z željo po občutku, da imamo stvari pod nadzorom. Z nesprenjanjem prvotne odločitve ob razpolagi dodatnih možnosti posameznik občuti iluzijo kontrole (Samuelson & Zeckhauser, 1988).

Status nedejavnosti lahko ima negativne učinke, kot je vztrajanje pri naložbah, ki niso donosne ali ustrezne za posameznikov portfelj. Omenjeni status je zelo priljubljen pri konservativnih ljudeh, ki vztrajajo pri prvotni odločitvi, čeprav trg ponuja priložnost za večje donose z enakim tveganjem. Predsodek postane še bolj očiten, ko je na trgu mnogo takšnih priložnosti. Strah in negativna čustva lahko izvirajo iz omejenega znanja vlagatelja, zato je pomembno, da se vpraša, ali je status nedejavnosti res tisto, kar mu pomaga doseči finančne cilje, ki si jih je zastavil (Sahi, 2015).

### **3.9 Odlašanje s pričetkom varčevanja**

Literatura in teoretični temelji odlašanja (angl. procrastination) s pričetkom varčevanja so med najmanj razvitimi pristranskostmi, čeprav je kronično odlašanje pogosto in izčrpavajoče. Kar 20 % odraslih se sooča s kroničnim odlašanjem vsakodnevnih opravil. Odlašanje je pogosto definirano kot odložitev dokončanja relevantnega opravila znotraj pričakovanega ali željenega časovnega okvira, kar navadno pripelje do nezadovoljivo opravljene naloge. Definicije različno vključujejo tudi stališča zamude, slabše rezultate, iracionalnost in čustveno razdraženost, ki so aplicirane na vsakdanje življenje ali akademsko okolje. Na univerzah in v poslovnem svetu je odlašanje povezano z nizko samozavestjo, večjo depresijo, socialno tesnobo, impulzivnostjo in vedenjsko neprilagodljivostjo. Kot rezultat se odlašanju pripisujejo pozno oddane naloge, prenatrpanost, socialna tesnoba in tesnoba pred testi. Rezultat je tudi strah pred napakami, kar pogosto vodi do manjše uspešnosti (Klassen, Krawchuk, Lynch & Rajani, 2008).

Odlasjanje je psihološka tendenca, da preložimo nekaj, kar je racionalno, še posebno v kontekstu varčevalnega vedenja. Vedenje je tesno povezano tudi s samokontrolo. Finančne odločitve zahtevajo natančno analizo in kljub zavedanju, da je lahko odlašanje z naložbo drago, se mnogokrat zgodi ravno to. Velike odločitve so navadno bolj kompleksne in stroški, ki nastanejo, spodbujajo k odlašanju (Ackert & Deaves, 2010). Odlasjanje je mogoče opaziti na vsakem koraku, znan primer za to je zmanjševanje ogljikovih izpustov. Vsak posameznik odlašja zmanjševanje na jutri. To je tudi glavni razlog za to, da posamezniki redko spremenijo obnašanje, tudi če si tega želijo (Cartwright, 2018).

Ariely in Wertenbroch (2002) v svoji empirični raziskavi prideta do ugotovitve, da je odlašanje resnični vedenjski problem, ki ga ljudje strateško skušajo omejiti s tem, ko si sami postavljajo stroškovno neučinkovite skrajne roke. V študiji predstavita, kako si ljudje včasih postavijo skrajni rok, četudi to vodi do globe. Racionalen odločevalec, ki ima časovno konsistentne preference, si ne postavlja omejitev pri svojih odločitvah. Če ljudje impulzivno odlašajo in če se tega tudi zavedajo, je postavljanje stroškovno neučinkovitih skrajnih rokov strateško in razumljivo. Dokazala sta, da postavljanje svojih skrajnih rokov ne izboljša rezultata v primerjavi s skrajnimi roki, ki jih postavi nekdo drug. Kljub temu so skrajni roki, ki si jih posameznik postavi sam, boljši od maksimalno odloženih skrajnih rokov.

### 3.10 Teorija izgledov

Teorija pričakovane koristnosti tvegane odločitve obravnava kot navadne odločitve brez upoštevanja dodatnih faktorjev, kot so različne pristranskosti, ko se odločevalec zaradi pritiskov in tveganj ne odloči vedno optimalno. Ljudje podcenjujejo razplet, ki je zgolj verjeten v primerjavi z gotovim razpletom. Ta tendenca, imenovana učinek gotovosti, prispeva k nenaklonjenosti tveganju pri odločitvah, ki vsebujejo dobičke in naklonjenosti tveganju pri odločitvah, ki vsebujejo izgubo. Omenjena teorija se imenuje teorija izgledov (Kahneman & Tversky, 1979).

Primer nenaklonjenosti tveganju je, ko imamo izbiro med dvema možnostma. Prva možnost ponuja 85 % verjetnost, da dobimo \$1000 (s 15 % verjetnostjo, da ne dobimo ničesar), druga možnost pa ponuja \$800 z gotovo verjetnostjo. Večina ljudi se običajno odloči za verjetno stvar kot pa za tveganje, čeprav je tveganje matematično bolj donosno. Po teoriji pričakovane koristnosti bi se racionalen potrošnik odločil za prvo možnost, ki prinaša zaslužek v višini \$850 ( $0,85 \times \$1000 + 0,15 \times \$0 = \$850$ ). Dejstvo, da se večina odloči za \$800, je primer nenaklonjenosti tveganju. Po navedbah Kahnemana in Tverskya (1984) je omenjeni primer objavil Daniel Bernoulli že leta 1738, namigoval pa je tudi, da ljudje ne ovrednotijo razpleta na podlagi denarnega zaslužka, ampak raje na podlagi pričakovane subjektivne vrednosti razpleta. Subjektivna vrednost je lahko matematično izračunana, vendar so vrednosti posameznega razpleta obtežene s subjektivno verjetnostjo, ki jo določi posameznik.

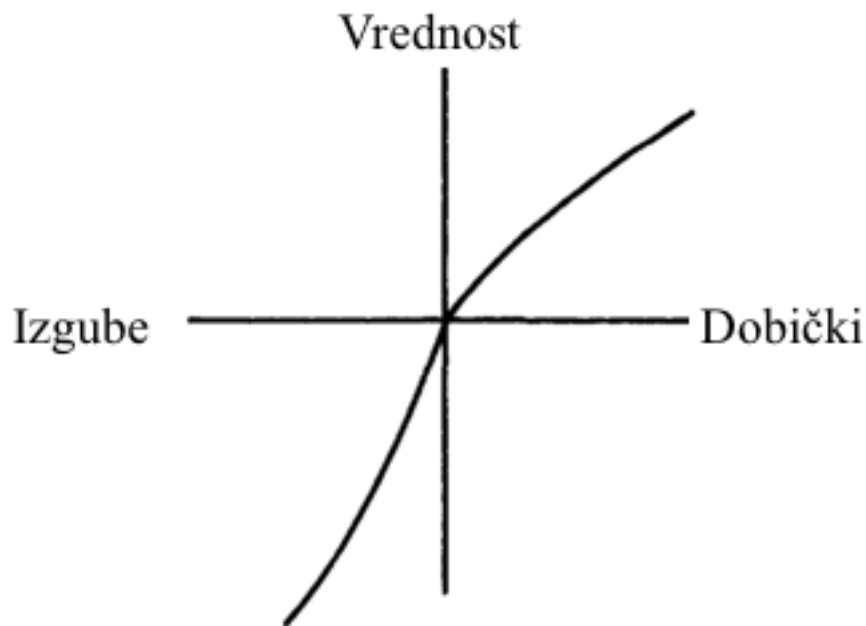
S podobnim primerom je mogoče opisati tudi naklonjenost tveganju, ko se kot končni izid pričakuje izguba ne glede na to, ali se odločimo za gotovo verjetnost ali za tveganje. Posameznik izbira med dvema možnostma, in sicer 85 % verjetnostjo, da izgubi \$1000 (s 15 % verjetnostjo, da ne izgubi ničesar), in gotovo izgubo v vrednosti \$800. Posameznik je naklonjen tveganju in se raje kot za gotovo izgubo odloči za prvo možnost (Kahneman & Tversky, 1984).

Funkcija vrednosti, prikazana na Slika 6, ima na abscisni osi izgubo in dobičke namesto celotnega premoženja ter je konkavna na strani dobičkov in konveksna na strani izgub. Kot



je razvidno, je krivulja na strani izgub veliko bolj strma kot na strani dobičkov. Iz omenjenega grafa razberemo, da smo izgubi v vrednosti \$X bolj nenaklonjeni, kot pa je dobiček v vrednosti \$X privlačen. Ravno nenaklonjenost tveganju pojasni človekov odpor, da bi staval na pravičen met kovanca s polovično verjetnostjo posameznega izida. Značilna S oblika funkcije koristnosti nastane, če primerjamo razliko med izgubo v vrednosti \$200 in izgubo v vrednosti \$100, kjer razliko v subjektivni vrednosti dojemamo kot mnogo večjo kot razliko v subjektivni vrednosti med izgubo v vrednosti \$1200 in izgubo v vrednosti \$1100, čeprav je razlika med vrednostma vedno \$100 (Kahneman & Tversky, 1984).

*Slika 6: Funkcija vrednosti*



*Prirjeno po Kahneman in Tversky (1984).*

Splošen fenomen je, da izgube zaznavamo kot večje v primerjavi z dobički. Bolj kot to, kakšni so dobički ali izgube, je pomembna tudi referenčna točka posameznika v trenutku sprejemanja odločitve. Referenčna točka razjasni, zakaj dvig plače na \$70.000 v primerjavi z dvigom na \$60.000 pomeni več nekomu, ki trenutno zasluži \$40.000 kot nekomu, ki zasluži \$50.000. Ozadje posameznika je pomemben del pri razumevanju njegovih odločitev (Jeffrey & Putman, 2013). Poleg ozadja posameznika Benartzi in Thaler (2005b) pri teoriji izgledov izpostavljata tudi specifikacijo pogostosti ovrednotenja donosnosti. To je dolžina časa, v katerem investitor sešteje donose. Mlad investitor, ki varčuje za pokojnino trideset let kasneje, svoje naložbe vseeno vrednoti vsako četrletje, ko dobi izpis vzajemnega sklada. Časovni okvir je trideset let, vendar je njegovo obdobje ocenjevanja vrednostnih papirjev tri mesece. Bolj pogosto, ko investitor ocenjuje svoj portfelj, ali krajše, ko je njegovo časovno obdobje, manj privlačne so visoko tvegane naložbe, kot so delnice. To se vidi tudi pri varčevanju za starost. Bolj ko se oseba bliža pokojju, bolj je nenaklonjena tveganju in zmanjšuje delež delnic v svojem portfelju.

Benartzi in Thaler (1999) v svojem delu o nenaklonjenosti tveganju omenjata tudi kratkovidnost. Kratkovidnost je psihološka omejitev posameznikov, pri kateri svoje misli osredotočajo le na sedanost in ne vidijo posledic, ki jih današnje odločitve lahko prinesejo. Primer, kjer posameznik ni naklonjen tveganju, je pri metu kovanca, ko lahko dobi \$200 ali pa izgubi \$100. Problem je, da na stavo ne gleda iz zadostne distance. Če bi bila stava postavljena v drugačen okvir, kjer bi posameznik lahko dodal \$200 k svojemu trenutnemu premoženju ali pa bi v stavi izgubil \$100 od svojega trenutnega premoženja, bi se za tveganje odločilo več posameznikov. Drugi primer kratkovidnosti pa je, če posameznik pri metu kovanca stavi stokrat v enem dnevu ali pa stavi vsak dan sto dni zapored. Čeprav je rezultat identičen, je pripravljen sprejeti drugo možnost, saj mu njegova kratkovidnost onemogoča uvid enakega rezultata. To lahko prenesemo tudi v realno življenje. Kasneje omenjena možnost o nesodelovanju (angl. opt-out) pri varčevanju za starost je dober primer kratkovidnosti (Časnik Finance, časopisno založništvo, 2015).

Shefrin (2002) pojasnjuje, da vlagatelji, ki se vedejo v skladu s teorijo izgledov, svojih sredstev ne vrednotijo tržno, ampak primerjajo naložbe glede na dobičke in izgube relativno s prvotno ceno. Izguba ima dvakrat in pol večji učinek kot dobiček iste vrednosti. Fenomen izbire tveganja v primeru, ko izbiramo med možnostma, kjer je rezultat v obeh primerih negativen, se imenuje nenaklonjenost izgubi. Ljudje verjamejo tudi, da se bo trenutni padec cen nekoč vrnil vsaj na prvotno raven in kljub spoznanju, da naložba ni donosna, ne želijo prodati vrednostnih papirjev z izgubo. Situacije, v katerih so ljudje zaman čakali na ponovno porast vrednostnega papirja na prvotno vrednost, so prinesle več negativnih posledic za portfelje kot karkoli drugega. Znan primer je tudi Nicholas Leeson, ki je leta 1995 postal znan, ker je povzročil propad 232 let starega podjetja Barings. Leeson je s trgovanjem izgubil nekaj manj kot milijardo in pol. S tveganimi naložbami je želel prekriti napake svojih podrejenih, vendar je tudi sam doživel izgube. Stavil je, da se bodo njegove napake na trgu obrnile in rešile banko. To se ni zgodilo in ker ni sprejel začetnih izgub, in je vztrajal pri tem, da se bo vrednost na trgu vrnila vsaj na prvotno, je povzročil propad podjetja in posledično šel tudi v zapor.

## **4 TEORIJA ŽIVLJENJSKEGA CIKLA**

Portfeljska teorija opisuje ustvarjanje portfeljev s kombinacijo različnih naložb, kot so delnice in obveznice. Teorija življenjskega cikla pa to teorijo dopolnjuje s tem, ko opisuje kopičenje sredstev v portfelju kot spremembo denarja v naložbe in kasneje v obratni smeri, pretvarjanje naložb v denar. Kopičenje navadno poteka skozi delovno dobo našega življenjskega cikla, medtem ko prodaja naložb za denar poteka, ko smo že v pokoju (Statman, 2017a). V naslednjih poglavjih opisujem standardno teorijo življenjskega cikla in vedenjsko teorijo življenjskega cikla.

## 4.1 Standardna teorija življenjskega cikla

Standardna teorija življenjskega cikla je del teorije o standardnih financah. Teorijo življenjskega cikla opisujeta Modigliani in Brumberg že leta 1954 (2013), kjer nadgradita Keynesove trditve, da posameznik varčuje večji delež, če se njegov prihodek poveča. Avtorja trdita drugače, in sicer da je delež prihrankov neodvisen od prihodkov. Njun pristop temelji na dveh trditvah. Prva trditev je, da je glavni razlog varčevanja zagotoviti rezervo, ki nas varuje pred večjimi variacijami v prihodkih in se navadno pojavijo med življenjskim ciklom gospodinjstva kot tudi pred manj sistematičnimi kratkoročnimi fluktuacijami v prihodkih in potrebah. Druga trditev je, da je rezerva, ki si jo želi in lahko privošči gospodinjstvo, tako za pokojnino kot za nujne primere, v povprečju sorazmerna z osnovnimi prihodki, medtem ko je število let ustvarjanja rezerve večinoma neodvisno od velikosti prihodkov.

Standardna teorija življenjskega cikla zagovarja tezo, da je edini razlog za varčevanje kasnejše porabljanje. Najoptimalnejši izid omenjene teorije varčevanja za starost je, da bi v zadnjem dihu našega življenja porabili zadnji dolar, ki smo ga privarčevali. Posameznik si želi enakomerne, gladke porabe skozi življenjski cikel. Natančneje, želimo si enakomerno mejno koristnost potrošnje in prostega časa. Prvotno eksplicitno in implicitno ocenimo premoženje našega življenjskega cikla: trenutno vrednost trenutnih prihodkov, trenutnega kapitala in prihodnjih prihodkov. Omenjena vrednost je naša osnova za izbiro načina varčevanja in porabe za enakomerno porabo v življenjskem obdobju. Teorija predvideva, da letno porabimo enako vsoto, ki porablja naše premoženje življenjskega cikla, četudi se trenutni prihodek in kapital ter prihodnji prihodki razlikujejo med leti. Težava, ki se pojavi v realnosti je, da ljudje težko ocenimo, kakšno je premoženje našega življenjskega cikla, pričakovana življenjska doba in prihodnje potrošniške potrebe. Zaradi takšnih negotovih dejavnikov smo izpostavljeni tveganju, da nam zmanjka denarja preden umremo. V izogib omenjeni situaciji je potrebna zadostna samokontrola, da prihranimo ustrezen, ampak ne prevelik, znesek za pokojnino skozi delovno dobo, potrebna pa je tudi, da ne porabimo naših prihrankov prehitro, že med delovno dobo, ali prepočasi med upokojitvijo (Statman, 2017a).

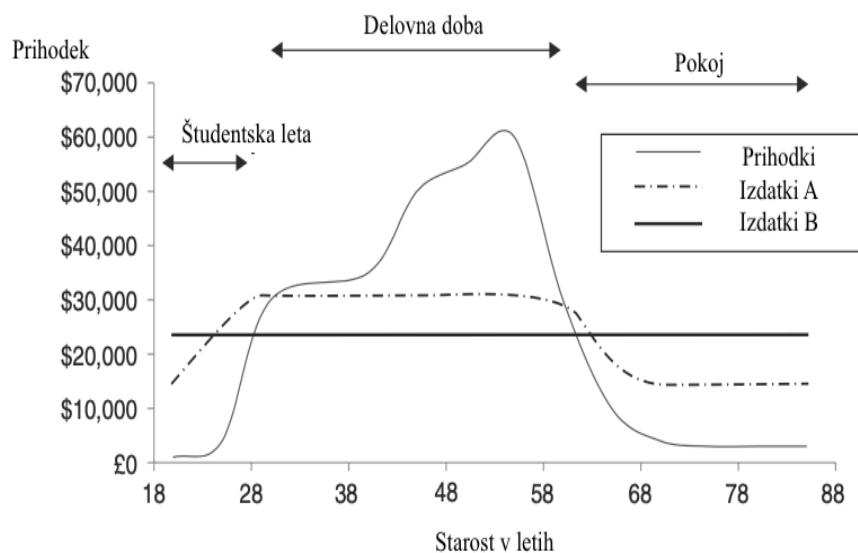
Pri standardni teoriji življenjskega cikla se predpostavlja, da posameznik ne loči med vrednostjo v obliki kapitala (vrednostni papirji, nepremičnine in premičnine) in med vrednostjo v denarni obliki. Cartwright (2018) to poimenuje zamenljivost, ki pomeni, da je vsaka vrednost enaka ne glede na obliko, v kateri je izražena, in jo je mogoče enostavno zamenjati. Shefrin in Statman (1984) v svoji raziskavi opišeta, kako ljudje pravzaprav razlikujemo med spremembo v ceni vrednostnega papirja in spremembo v višini dividende ter kako smo pripravljeni upravljati prihodke (plačo, dividende), ne pa tudi posegati v kapital (prodaja vrednostnih papirjev ali nepremičnin).

Standardna oblika teorije življenjskega cikla se ujema z investitorjem, ki pretvori kapital v denar takrat, ko ga porablja. Ujema se tudi z obravnavo finančne likvidnosti, kjer se finančno

likvidne naložbe pretvorijo v denar pred nelikvidnimi. Naložbe so finančno likvidne, ko obstaja možnost hitre spremembe v denar po trenutni tržni ceni. Po drugi strani se omenjena teorija ne ujema z lastništvom precejšnjih vsot denarja za potrebe potrošnje, ko dejavnik uporabnih koristi ljudi usmerja k temu, da raje držijo vrednostne papirje kot pa denar. Predpostavka, ki jo ima opisna teorija standardne oblike življenjskega cikla je, da ljudje ne potrebujejo navodil ali pomoči pri tem, kako razporediti potrošnjo in varčevanje skozi obdobje življenjskega cikla. Prav tako ni prostora za javni red ali javno politiko, ker ljudje brez kognitivnih in čustvenih napak ocenjujejo premoženje življenjskega cikla, temu ustrezno varčujejo in tudi trošijo svoj stalni prihodek (Statman, 2017b).

Cartwright (2018) v svojem delu na kratko povzame standardno teorijo življenjskega cikla. Osnovna ideja je, da mora oseba oceniti svoj dolgoročni pogled na bodoče prihodke in enakomerno potrošnjo skozi čas, da bi maksimizirala pričakovano koristnost. Primer je Slika 7, ki prikazuje, kako prihodki močno nihajo skozi različna obdobja posameznikovega življenja. V primeru, da si posameznik želi bolj enakomerne potrošnje, si izposodi sredstva v študentskih letih, varčuje v času delovne dobe in porablja privarčevana sredstva v pokoju. Standardna teorija življenjskega cikla predvideva optimalno porabo, kot jo na grafu prikazuje premica B, v realnosti pa je bolj verjetna poraba, kot jo prikazuje premica A.

*Slika 7: Ilustracija enakomerne potrošnje*



*Prirjeno po Cartwright (2018).*

Teorija življenjskega cikla, kot sta jo zastavila Modigliani in Brumberg ter je opisana pred tem, je klasični primer ekonomskega teoretiziranja. Shefrin in Thaler (1988) poudarita, da model teorije življenjskega cikla temelji na nekaterih poenostavljenih predpostavkah, da bi karakteriziral dobro definiran problem, ki se ga kasneje lahko reši. Nekateri avtorji so kasneje poskušali testirati hipotezo življenjskega cikla, pri čemer so naleteli na mešan uspeh. Kljub eleganci in razumnosti se testiranje modela življenjskega cikla ni posrečilo, uspeha

niso dosegli niti pri testiranju modela s presečnimi mikropodatki. Predlagani so bili mnogi popravki, ki so jih dodali teoriji, z namenom prilagoditve podatkom, in sicer popravki, kot so motiv zapuščine, nepopolnost hipoteze kapitalskih trgov, domneva, da se funkcija koristnosti pri potrošnji spreminja skozi čas in tudi navajanje pričakovanj o bodočih prihodkih. Omenjene prilagoditve so bile navadno ustvarjene posebej za ta namen, ker so bile potrebne za razlago odstopanj v empiričnih rezultatih. Avtorja sta posledično predlagala, da se ustvari bolj vedenjsko realistična teorija, ki je tudi predstavljena v naslednjem poglavju.

#### **4.2 Vedenjska teorija življenjskega cikla in njene pristranskosti**

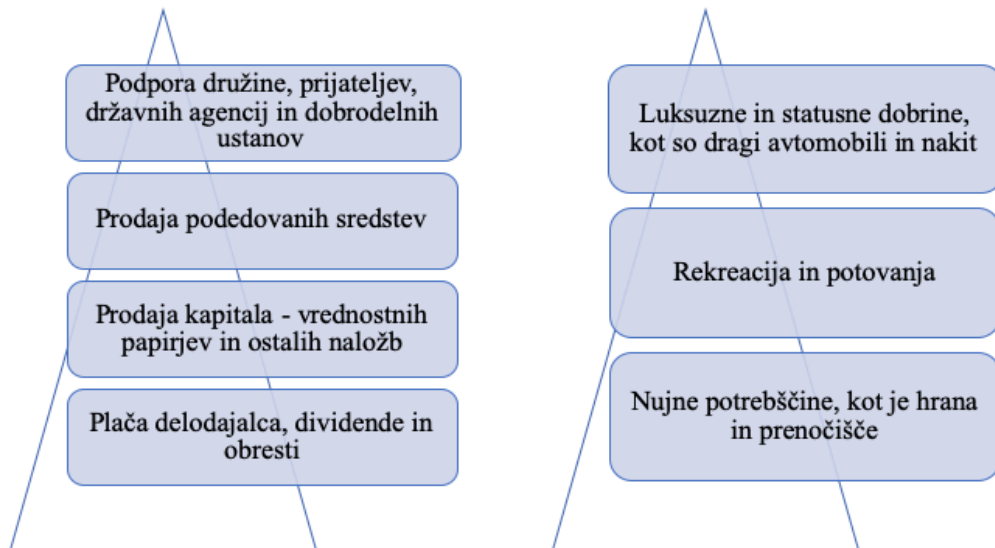
Vedenjska teorija življenjskega cikla je del teorije o vedenjskih financah. Vedenjska teorija življenjskega cikla opisuje, da je naša želja po varčevanju sestavljena iz predhodno opisanih uporabnih, socialno-ekonomskih in čustvenih koristi od premoženja. Te koristi so posledica potrošnje za nujne stvari, kot so hrana in zavetje, ne nujne, kot sta rekreacija in potovanje, ter razkošne stvari, kot so dragi avtomobili in nakit. Poleg omenjenih koristi, ki jih prinaša potrošnja, teorija opisuje tudi, da že sama last premoženja, brez potrošnje, prinaša socialno-ekonomsko in čustveno korist. Osebna varčevalna usmerjenost posameznika nam pove, kako dosledno varčuje in kako trajnostne so njegove varčevalne aktivnosti, kar odraža osebne navade, ki so ukoreninjene v življenjski slog. To se meri z odgovori na vprašanja o dnevnih aktivnostih in varčevalnih navadah. Vedenjska teorija življenjskega cikla zagovarja, da bi morali ljudje ustvariti ravnovesje med našimi potrebami po potrošnji in varčevanjem z uokvirjanjem, miselnim računovodstvom in samokontrolo (Statman, 2017a). Omenjene vedenjske pristranskosti predstavim v nadaljevanju.

Vedenjska teorija življenjskega cikla vsebuje tudi dve piramidi, ki ju Statman (2017a) poimenuje viri proračuna in poraba proračuna (Slika 8). Viri proračuna so razporejeni po slojih, od tistih, ki jih izkoriščamo najprej do tistih, ki se izkoristijo najkasneje. Dno piramide sestavlja prihodek, ki ga zagotavlja delodajalec, dividende in obresti, prihodki socialnega varstva in prihodki iz programa z določenimi pravicami. Sledi sloj virov prihodkov s prodajo vrednostnih papirjev, tudi tistih v 401(k) ali individualnih pokojninskih računih, ter nazadnje prihodkov iz programa z določenimi prispevki. Sledi sloj podedovanih sredstev in njihove prodaje, v najvišji sloj pa se uvrščajo družina in prijatelji, država ter dobrodelna društva za vse tiste, ki dobijo malo ali skoraj nič iz nižjih slojev piramide. Tudi Schooley in Worden (2008) trdita, da posameznik prej porabi bolj dostopne in posledično bolj mamljive oblike premoženja. Trenutna sredstva, kot je denar, se porablja prej. Sledi trenutno premoženje, kot so varčevalni računi, vzajemni skladi ter vrednostni papirji. Nazadnje pa se porablja denar iz nepremičnin ter varčevalnih računov za pokojnine.

Piramida porabe proračuna je strukturirana tako, da so na dnu sloji z visoko potrošno prioriteto, na vrhu pa tisti z manjšo. Na dno se zato uvrščajo nujne potrebščine, kot sta hrana in prebivališče. Sem se uvrščajo tudi podpore potrebna mladina in ostareli starši ter invalidni

bratje ali sestre. Sledi sloj, kamor uvrščamo rekreacijo, potovanja, darila in manjše dobrodelne prispevke. Prihranki se lahko znajdejo visoko v piramidi porabe potrošnje, pri drugih pa bolj pri dnu. Na vrhu je sloj, kamor uvrščamo luksuzne in statusne dobrine, kot so nakit, dragi avtomobili, visoki dobrodelni prispevki in zapuščine (Statman, 2017a).

*Slika 8: Piramida virov proračuna in piramida porabe proračuna*



*Prيرهjeno po Statman (2017a).*

Vprašanje, ki razdvaja teoriji življenjskega cikla, je, ali posameznik razlikuje med kapitalom in prihodki pri nakupnih odločitvah. Medtem ko standardna teorija predpostavlja, da posameznik ne razlikuje med omenjenima oblikama, pa vedenjska teorija predpostavlja posameznikovo razlikovanje. Ljudje so pripravljeni potrošiti prihodke, vendar pa so zadržani pri poseganju v kapital (Statman, 2017a). V naslednjem poglavju opišem empirične primere, ki potrjujejo trditev in tudi razloge, zakaj ljudje ne enačijo kapitala in prihodkov pri potrošnji.

V standardni teoriji življenjskega cikla ni prostora za javno politiko ali javni red, kar sem omenil že v prejšnjem poglavju, medtem ko v vedenjski teoriji življenjskega cikla opazimo ravno obratno. Ta nas varuje pred kognitivnimi in čustvenimi napakami in pred željami, kot je trenutna potrošnja vsega razpoložljivega imetja, kar obremeni potrebe, kot je varčevanje za starost. Obvezna socialna zavarovanja kot so pokojninsko in invalidsko zavarovanje, zdravstveno zavarovanje, zavarovanje za starševsko varstvo in zavarovanje za primer brezposelnosti predstavljajo vladno obliko zavarovanj, v katera je posameznik avtomatsko vključen in kamor prispeva del svojega mesečnega prihodka. Tako država zagotavlja posamezniku minimalna sredstva, saj mu omogoča preživetje tudi v primeru, ko sam ni dodatno varčeval (Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije, brez datuma). Države v nekaterih primerih spodbujajo varčevanje tudi na način, da omogočajo preložitve davka,

posledično pa tiste, ki se odločijo za predhodno porabo sredstev, dodatno denarno kaznujejo (Statman, 2017a).

Shefrin in Thaler (1988) kot eno izmed glavnih predpostavk vedenjske teorije življenjskega cikla omenita, da gospodinjstva komponente premoženja vidijo kot nezamenljive, kar se razlikuje od predpostavke standardne življenjske teorije. To pomeni, da en dolar v denarju ni enako kot en dolar v vrednostnem papirju ali en dolar v nepremičnini. Avtorja se zavedata, da kritiziranje resničnosti predpostavk ekonomskih teorij ni izvorno. Banalno je tudi izpostaviti, da so le redki potrošniki zmožni izračunati neto sedanjo vrednost. To spoznanje ne pomaga ustvariti boljše teorije. Avtorja se posledično odločita, da bosta standardno teorijo življenjskega cikla oplemenitila z vključitvijo treh pomembnih vedenjskih značilnosti, ki navadno manjkajo v ekonomskih analizah. Vse tri sem že omenil in jih predstavim tudi v nadaljevanju. Samokontrola je lahko draga, zato posamezniki uporabljajo raznovrstne načine, kot so pokojninski načrti in pravilo palca, da bi se soočili s problemom odlašanja varčevanja deleža prihodkov namenjenega za varčevanje za pokojnino. Miselno računovodstvo je naslednja značilnost, ki jo predlagajo vedenjske finance. Z uporabo miselnega računovodstva se krši pravilo zamenljivosti, da so sredstva, ki so obravnavana kot premoženje, manj mamljiva kot tista, ki so obravnavana kot prihodek. Kot zadnjo značilnost pa avtorja omenita uokvirjanje, ki vpliva na dojetje prihodka.

Shefrin in Statman (1984) predstavita, zakaj nekateri investitorji dajejo prednost dividendam. Bistvo njunega argumenta je, da dividende in kapital nista obravnavana enako ter jih ne moremo označiti kot popolna substituta. Avtorja sta z modelom zmožna določiti demografske lastnosti tistih, ki dajejo prednost višjim ali nižjim dividendam. Njuna teorija kaže na to, da so investitorji pripravljani plačati premijo za denar iz naslova dividend zaradi samokontrole, želje po ločevanju prihodkov in želje po izogibu obžalovanja. Višji davki v primeru dividendnih izplačil se lahko interpretirajo kot cena za samokontrolo, ločevanje prihodkov, zmanjšanje obžalovanja ali pa kot skupek vseh treh. Teoretično je takšen potrošnik obravnavan kot neracionalen. Posameznik, ki ima težave s samokontrolo, kot je impulzivno kupovanje, je prisiljen v iskanje alternativ, ki vključujejo tudi takšne stroške. Shefrin in Statman (1984) posamezniku, ki se želi izogniti dvojni obdavčitvi, predlagata, naj ustvari portfelj, sestavljen iz visoko donosnih obveznic in delnic, ki ne izplačujejo dividend. Potrošnja naj se financira izključno s kuponi obveznic.

Vedenjsko teorijo življenjskega cikla je raziskoval tudi Levin (1998), ki je na podlagi empiričnih raziskav predstavil štiri ugotovitve svoje analize. Trošenje je veliko bolj občutljivo na spremembe v prihodkih in manj občutljivo na spremembe v premoženju. Podrobna ocena odnosa med premoženjem in porabo razkrije vzorec o tem, da posameznik sredstev ne jemlje kot zamenljiva. Tretja ugotovitev je, da likvidne omejitve vplivajo na potrošnjo, vendar ne tako, kot to opisuje standardna teorija življenjskega cikla, ampak zaradi finančnih ali psiholoških transakcijskih stroškov. Zadnja ugotovitev pa je, da je znesek, porabljen za določeno dobro, odvisen ne samo od posameznikovih celotnih prihodkov,

ampak tudi kako so prihodki razdeljeni med različnimi sredstvi. V Tabela 1 je kratka primerjava omenjenih teorij.

*Tabela 1: Standardna in vedenjska teorija življenjskega cikla*

<u>Standardna teorija življenjskega cikla</u>	<u>Vedenjska teorija življenjskega cikla</u>
1. Ljudje želijo enakomerno porabo skozi celotno obdobje življenjskega cikla in lahko reševanje konfliktov med potrošniškimi željami in varčevalnimi potrebami.	1. Ljudje si želijo več kot le enakomerno porabo skozi obdobje življenjskega cikla. Želijo si celoten skupek uporabne, socialno-ekonomske in čustvene koristi od premoženja, prav tako pa tudi čustvene koristi od lastništva premoženja, ne da bi ga dejansko porabljali. Tudi tisti, ki si želijo enakomerne porabe skozi celotno obdobje življenjskega cikla, včasih težko rešijo konflikte med potrošniškimi željami in varčevalnimi potrebami.
2. Ljudje ne potrebujejo pripomočkov in pomoči pri reševanju konfliktov med različnimi potrebami in željami.	2. Ljudje zgladijo konflikte med potrebami in željami z uporabo različnih metod, kot so uokvirjanje, miselno računovodstvo in samokontrola. Omenjene metode preprečujejo poseganje v katerekoli druge, razen za to predvidene, račune.

*Prيرهeno po Statman (2017a).*

#### 4.2.1 Potrošniška vrzel

V teoriji je bistvo varčevanja in investiranja za pokojnino to, da po končani delovni dobi uživamo in porabljamo denar, ki smo ga privarčevali. Realnost, podkrepjena z empiričnimi raziskavami, odstopa od teoretične trditve. Ljudje v pokoju večinoma povečujejo svoje predpokojninske portfelje in jih neradi porabljajo. Te ugotovitve kažejo na potrošniško vrzel (angl. consumption gap) med tem, kaj naj bi ljudje v pokoju porabljali in kaj dejansko porabijo. Čeprav je dejstvo, da privarčevanih sredstev ne moremo vzeti s sabo in jih porabljati po tem, ko umremo, vse raziskave kažejo na to, da je enakomerna potrošnja v času pokoja v realnosti dokaj redek pojav (Kitces, 2016). Ando in Modigliani (1963) opisujeta, da upokojenec razdeli svoje premoženje, da bi financiral svojo potrošnjo v pokoju. Premoženje ustvari med delovno dobo, da jo kasneje porablja. Omenjeno logiko podpira prej



opisana standardna teorija življenjskega cikla, ki predvideva enakomerno razporejanje finančnih sredstev za potrošnjo.

Poterba, Venti in Wise (2011) v svojem delu pridejo do ugotovitve, da se dvigi sredstev iz individualnih pokojninskih računov v ZDA močno povečajo pri 70 letih in šestih mesecih, ko začne veljati pravilo zahtevane minimalne porazdelitve sredstev<sup>1</sup>. Povzamejo, da se mnoga gospodinjstva ne bi odločila za dvig sredstev v primeru, če omenjeno pravilo ne bi veljalo. Sprememba let, pri katerih začne veljati pravilo zahtevane minimalne porazdelitve, bi lahko imela ključen vpliv na vzorec dviga sredstev in davčne prihodke, povezane z dvigi iz individualnih pokojninskih računov. Enoletni zamik v zahtevani starosti, pri kateri začne veljati omenjeno pravilo, bi lahko zmanjšalo delež tistih, ki se odločijo za dvig sredstev v zgodnjih sedemdesetih, za približno 4 odstotne točke. Kljub dvigu sredstev iz individualnih pokojninskih računov in plačilu davkov pa mnogi teh ne porabijo, ampak se odločijo za investiranje v druge obdavčljive naložbene oblike. Takšno ravnanje, ko upokojenec ne želi porabljeni sredstev, vodi do potrošniške vrzeli med tem kar bi lahko upokojenec varno porabil in njegovo dejansko porabo v pokoju.

Kot sem že omenil, mora upokojenec, če želi določiti optimalno porabo v obdobju pokoja, pravilno oceniti pričakovano življenjsko dobo, donosnost naložb, zdravstvene stroške, ugodnosti socialnega varstva, podedovana sredstva in prihodke pokojnine. Ugodnosti socialnega varstva in prihodke pokojnine je lahko oceniti in jih posledično razdeliti po obdobjih. Več težav nastane pri ocenjevanju ostalih negotovih dejavnikov. Prvi primer sta pričakovana življenjska doba in donosnost naložb. Pri starejših se zaradi kognitivnih izkušenj pojavi problem precenjevanja tveganja, ki nastane s pričakovano življenjsko dobo in predvsem s stroški za zdravljenje. Zaradi nenaklonjenosti tveganju se bojijo prodati sredstva, da bi financirali porabo. Tudi tisti, ki imajo višje prihodke oziroma več sredstev v času upokojitve, zmanjšajo svoje izdatke in čeprav bi si lahko npr. privoščili obroke v restavracijah, se za to ne odločajo, kar pa lahko pojasnujemo tudi s tem, da imajo v pokoju več časa za pripravo hrane doma (Browning, Guo, Cheng & Finke, 2016).

Vlogo pri potrošniški vrzeli imajo tudi finančni načrtovalci, ki bi morali ponovno preučiti portfeljske cilje, ki so jim sledili v fazi zbiranja sredstev. Zamenjati bi jih morali z bolj varnimi in prihodkovno učinkovitejšimi naložbami. Nizka raven porabe sredstev bi moral biti znak za finančne načrtovalce, da bi drugače uokvirili odnos med tveganjem in donosom pri optimalnih varčevalnih naložbah za starost. V pokoju je bolj kot učinkovit tržni donos

---

<sup>1</sup> Pravilo zahtevane minimalne porazdelitve sredstev je minimalna vsota, ki jo mora posameznik vsako leto dvigniti iz svojega IPR računa. Posameznik lahko dvigne tudi več kot je zahtevan minimalen dvig. Dvignjena sredstva so predmet obdavčljivega prihodka posameznika, razen če so sredstva že bila obdavčena ali pa niso predmet obdavčitve. Pravilo zahtevane minimalne porazdelitve sredstev začne veljati prvega aprila tistega leta, ki sledi letu, ko posameznik doseže starost 70 let in pol, v primeru, da je bil rojen pred prvim julijem leta 1949, in prvega aprila tistega leta, ki sledi letu, ko posameznik doseže starost 72 let, če je bil rojen po tridesetem juniju leta 1949. V primeru, da posameznik ne začne z minimalno porazdelitvijo sredstev ali pa so porazdeljena sredstva manjša od zahtevanega minimuma, plača 50 % davka na nerazdeljeno vsoto (Internal Revenue Service, 2020).

pomembna stabilnost in zanesljivost naložb, ki bi uspešno zmanjševale tveganje negotove pričakovane življenjske dobe in zdravstvenih stroškov. V primeru, da bi upokojenec imel zagotovljene prihodke iz rentnih produktov, čeprav so ti produkti nizko donosni, bi imel večjo željo po potrošnji, saj bi s tem povečal gotovost prihodnjih prihodkov in še vedno imel zadostna sredstva za izdatke v zadnjem življenjskem obdobju (zdravstveni stroški). Za pretvarjanje privarčevanih sredstev v rento se upokojenci ne odločajo zaradi več razlogov. Poleg že omenjene nedonosnosti imajo rentni produkti visoke začetne stroške in tudi letne pristojbine. Rentne produkte se omenja kot zavarovanje pred napačno ocenitvijo pričakovane življenjske dobe in nepredvidenih stroškov, ne pa kot investicijo. Renta velja za slabo naložbo, saj v primeru zgodnje smrti mesečne rente ostanejo neizplačane. Velja tudi obratna logika, da je v primeru dolge življenjske dobe, upokojenec dobil izplačanih več sredstev, kot pa jih je privarčeval. Zagotovljeni prihodki iz rentnih produktov bi povečali samozavest upokojencev in spremenili vzorec potrošnje, posledično pa bi ta bil bolj v skladu s cilji, ki so posameznika v času delovne dobe motivirali za varčevanje (Browning, Guo, Cheng & Finke, 2016; Schooley & Worden, 2013).

#### 4.2.2 Uokvirjanje

Tvegane možnosti so ocenjene na podlagi možnih izidov in verjetnosti za posamezne izide. Kljub temu pa so lahko enake ocene možnosti izidov in enake verjetnosti za posamezne izide predstavljene (uokvirjene) na različne načine, zato si jih vsak posameznik lahko razlaga drugače. Primer uokvirjanja (angl. framing) je, če se država pripravlja na morebiten izbruh nenavadne bolezni, kjer se pričakuje, da bo umrlo 600 ljudi. Za boj proti bolezni sta bila predlagana dva programa. V primeru programa A preživi 200 ljudi. V primeru, da se izbere program B, pa je tretjina možnosti, da preživi 600 ljudi, in dve tretjini, da ne preživi nihče. Matematično gledano je število preživelih enako, kljub temu pa se večina (72 %) odloči za program A, kar kaže na nenaklonjenost tveganju. Omenjen primer je tudi tipičen primer uokvirjanja, kjer je enak izid postavljen v različni kontekst in posledično vpliva na odločitev posameznikov. Če se pojavita še možnosti C in D, se pojavi drugačna slika. Izbira programa C bi prinesla 400 smrtnih žrtev, izbira programa D pa prinaša tretjino možnosti, da nihče ne umre in dve tretjini, da jih umre 600. Ko je situacija uokvirjena tako, da gotova verjetnost prinaša žrtve, se ljudje raje odločijo za tveganje in so mu naklonjeni, saj se za program D odloči 78 % vprašanih. Podobne rezultate je mogoče zaznati tako med bolj sofisticiranimi anketiranci kot tudi med tistimi bolj naivnimi. Večina vprašanih je ob razlagi situacije zbeganih. Še več, tudi potem ko so seznanjeni s predsodkom uokvirjanja, bi se ponovno odločili podobno. Omenjena problematika je ključna pri študentih poslovnih ved, saj se morajo zavedati, da je potrebno vsako odločitev pretehtati z vidika celotnih sredstev in ne samo z vidika dobičkov ali izgub (Kahneman & Tversky, 1984).

Szyszka (2013) uokvirjanje razdeli na dve manjši temi, kamor uvršča iluzijo denarja in miselno računovodstvo. Čeprav ljudje navadno poznajo razliko med realno in nominalno vrednostjo denarja, obstaja mnogo dokazov, ki namigujejo na to, da posameznik bolj

vrednoti nominalno vrednost. Zaradi omenjene iluzije denarja bolj sprejme dvig plače v višini 2 % ob 4 % inflaciji kot pa znižanje plače za 2 % v primeru, da inflacije ni. Uokvirjenje je prav tako pomembno v podjetjih, kjer si morajo za ocenjevanje delovne uspešnosti postaviti merilo, s katerim bodo to ovrednotili oziroma primerjali. Možnost za to je, da se primerja različni časovni obdobji znotraj podjetja ali pa da se podjetje primerja s konkurenčnim podjetjem. Izjave za javnost podjetje navadno oblikuje tako, da svoje poslovanje postavi v sebi ugodnejši okvir, kar ima vpliv na vlagatelje. Empirični podatki kažejo, da so strateško izbrane referenčne točke pomembne in imajo vpliv na vlagatelje. Izjave za javnost zahtevajo pozitiven kontekst oziroma okvir, kar pa mora biti podkrepljeno tudi s pozitivno izbranim besediščem. Povečanje, višje, bolje so le nekatere izmed besed, ki jih podjetja uporabljajo, da dosežejo pozitiven učinek pri vlagateljih. Besedna komunikacija vpliva na trg. O pomembnosti in predvsem vplivu, ki jo ima besedna komunikacija, opisuje tudi Henry (2008), ki v svojem delu opisuje, kako podjetja, ki imajo dobre rezultate in poslujejo uspešno, v nagovoru uporabljajo enostavno in razumljivo besedišče, medtem ko so negativna presenečenja predstavljena z dolgimi objavami in predvsem bolj kompleksno.

Uokvirjanje, poleg omenjenih, zajema tudi časovno komponento. To pomeni, da je pomembno, kdaj je informacija objavljena. Če ima podjetje dobre novice, potem je ustrezen čas takrat, ko bodo vlagatelji na to pozorni. Med drugim se obdobje podajanja informacij nanaša tudi na to, da v času objave vzporedno ne poteka še kakšen drug pomemben dogodek, ki morda s podjetjem tekmuje za pozornost vlagateljev. Ker so informacije podjetij navadno diskretne, imajo mnoga podjetja, vsaj v ZDA, možnost prostega podajanja informacij, na katerikoli način želijo. Kljub vsemu vlagatelji kmalu spoznajo, če jih je izbrano podjetje le zavajalo in informacije postavljalo v okvir, ki je prepričal vlagatelje, čeprav rezultati niso bili skladni s tem (Szyszka, 2013).

Teorija izgledov loči med dvema fazama v procesu odločanja, in sicer govorimo o fazah uokvirjanja in urejanja, ki ji sledi faza vrednotenja. Prvo fazo sestavlja preliminarna analiza problema odločitve, ki uokviri problem, določi možnost ali naključnost problema in njegov možen razplet. Uokvirjanje je pod vplivom sloga ali načina, v katerem je problem predstavljen, prav tako pa na uokvirjanje vplivajo norme, navade in pričakovanja odločevalca. Pred fazo vrednotenja poteka še faza izključevanja običajnih komponent in izločanje možnosti, ki dajejo vtis, kot da so pod dominacijo drugih. V drugi fazi sledi vrednotenje in nazadnje izbor najvišje vrednotenega izida. Odločitev je sprejeta tako, da zaznamo bolj dominantno rešitev ali pa da primerjamo posamezne vrednosti (Tversky & Kahneman, 1986).

Uokvirjanje odseva kognitivne in čustvene elemente. Kognitivni elementi se nanašajo na to, kako je informacija miselno preoblikovana tako, da ustvari izid v obliki dobička ali izgube. Bolj problematični so čustveni elementi. Najosnovnejši med njimi je, da ljudje zaznavajo izgube skrajnejše, kot zaznavajo dobičke primerljivih velikosti, kar poimenujemo kot nenaklonjenost izgubi posameznika. Ljudje imamo posledično raje okvire, ki prekrivajo

izgube. Izgube so še bolj problematične, ko se posameznik počuti odgovornega za sprejeto odločitev, ki je vodila do izgube. Takšna odgovornost se izraža s čustvom obžalovanja. Posamezniki čustva težko nadzirajo zaradi slabe samokontrole, zato mnogi uporabljajo uokvirjanje, da se s tem lažje soočajo (Shefrin, 2002).

#### 4.2.3 Samokontrola

Pogosto vprašanje vedenjske teorije življenjskega cikla je, zakaj ljudje ne varčujejo dovolj. Odgovor na to vprašanje je omejena samokontrola (angl. self-control) in odlašanje s pričetkom varčevanja. Obstajajo številni dokazi, da imajo ljudje težave s samokontrolo. Mnogi se z njo soočajo že pri odločitvi, ali po obroku jesti sladico ali se ji odreči. Posameznik se odloča med trenutnim zadovoljstvom in odloženim zadovoljstvom (dolgoročna izguba kilogramov). Večina se jih odloči za trenutno zadovoljstvo, kljub temu da se zavedajo, da to ni pravilna odločitev. Zavedamo se, da včasih potrebujemo disciplino in pravila. V primeru izgube kilogramov dieto zaznavamo kot pravilo, ki ga moramo upoštevati in ki nam zapoveduje, koliko kalorij dnevno lahko zaužijemo ter kje je meja še sprejemljivega. Obstaja mnogo združenj, ki pomagajo posamezniku doseči posamezen cilj. Ljudje, ki si prizadevajo varčevati za starost, se lahko odločijo za avtomatski mehanizem, kjer se denar prenakaže na varčevalni račun ob nakazilu mesečne plače in se s tem izognejo skušnjavi (Ackert & Deaves, 2010).

Varčevanje za starost zahteva več potrebnih karakteristik, da smo pri varčevanju uspešni. Daljnovidnost, samokontrola, navade, življenjska pričakovanja in ljubezen do potomcev. V tem poglavju opisujem samokontrolo, ki je nujno potrebna, saj je takojšnja potrošnja veliko bolj privlačna alternativa varčevanju za starost. Pomemben vpliv na samokontrolo ima občutek truda, ki je prisoten pri sprejemanju odločitev. Vključevanje truda, prisotnega pri samokontroli, vključuje tri elemente, ki so navadno izključeni iz ekonomskih analiz: notranji konflikt, skušnjava in volja. Definicija samokontrole nakazuje, da je posledica kompromisa med trenutnim zadovoljstvom in dolgoročno koristnostjo konflikt, ki ni prisoten pri ostalih odločitvah, kot je npr. izbiranje bele ali modre majice med nakupom. Pri odločitvah, ki so postavljene v omenjen kontekst, mora biti koncept skušnjave nujno vključen zaradi očitnega dejstva, da so nekatere situacije bolj vabljive kot ostale. Volja predstavlja resničen mentalni napor pri upiranju skušnjavi. Vedenjska teorija življenjskega cikla dopolnjuje standardno teorijo življenjskega cikla z vključevanjem omenjenih posebnosti. Samokontrola je tudi draga, saj morajo posamezniki uporabljati različne metode, kot so pokojninski načrti, pri spopadanju s težavnostjo prelaganja precejšnjega dela potrošnje do pokoja (Shefrin & Thaler, 1988).

Samokontrola je obetavni koncept pri potrošniških raziskavah in neuspešna samokontrola je pomemben razlog za impulzivne nakupe. Baumeister (2002) opisuje tri vzroke za neuspešno samokontrolo. Prvi vzrok so standardi, drugi proces kontrole in tretji operativna kapaciteta posameznika, da spremeni svoje vedenje. Če eden od omenjenih odpove, je samokontrola

neučinkovita. Samokontrola je povezana z impulzivnim vedenjem, ki je razumljeno kot vedenje, ki ni nadzorovano in posledično vodi do nenačrtovanih, spontanih impulzov. Primer je impulzivno nakupovanje, ko posameznik začuti nenadno željo po nakupovanju, ne da bi to predhodno načrtoval. Posledično se odloča na podlagi nenadne želje in ne premisli, če je nakup skladen z njegovimi dolgoročnimi cilji, ideali in načrti. Impulzivno vedenje je pomembno pri varčevanju za starost, ker nasprotuje dolgoročnim ciljem posameznika, ki ob morebitni neuspešni samokontroli in posledičnim nakupovanjem občuti obžalovanje.

Standardi, kot jih omenja Baumeister (2002), predstavljajo cilje, ideale, norme in ostale smernice, ki navajajo željen odziv. Primera standardov sta idealna teža ali oblika posameznikovega telesa. Potrošnik, ki ima dobro določene standarde, redkeje podleže impulzivnim nakupom. Problem se pojavi, če so cilji med sabo v konfliktu. Ljudje se navadno želijo počutiti dobro in kadar so potrjeni, cilj, da bi se počutili bolje, postane bistvo njihovih dejanj. Želja in cilj po boljšem počutju postaneta tako velika, da je potrošnik razdvojen med varčevanjem in potrošnjo z namenom doseganja boljšega počutja. Čustvena stiska je pogost vzrok za neuspešno samokontrolo. Drugi vzrok, ki ga avtor omenja, je nadzor. Ljudje bi morali zapisovati, kakšne nakupe opravijo in kako porabljajo denar. To jim omogoča pregled nad njihovimi izdatki in predvsem nad njihovim vedenjem. Če ima posameznik nadzor nad porabo denarja, je impulzivno nakupovanje manj verjetno. Zadnji vzrok pa je zmožnost spremembe vedenja. Ustvarjanje navad, kontroliranje ega, želja po spremembi in iskanje rešitev, ki bi vodile do spremembe, so potrebni, če želimo večjo samokontrolo.

Vedenjska teorija življenjskega cikla opisuje, da se ljudje obnašamo tako, kot da smo v neprestanem konfliktu med dvema osebnostma, načrtovalcem in izvrševalcem. Načrtovalec razmišlja dolgoročno, medtem ko je izvrševalec bolj zaskrbljen nad trenutno situacijo. Finančno vedenje posameznika skozi življenjsko dobo je določeno z zmožnostjo kontrole impulzov in z njimi povezanih stroškov (Strömbäck, Lind, Skagerlund, Västfjäll & Tinghög 2017). Zelo znan je eksperiment s penicami pri otrocih, ki so ga izvedli Mischel, Ebbesen in Raskoff Zeiss (1972). Namen eksperimenta je bil, da preučijo mehanizme, ki nastanejo pri odloženem zadovoljstvu. Otroci so lahko izbirali med manj privlačno takojšnjo nagrado ali pa čakanjem na privlačnejšo, vendar časovno bolj oddaljeno nagrado. Prišli so do ugotovitve, da so otroci zmožni čakati mnogo dlje, če se pri tem zamotijo z nečim drugim, predvsem z zabavnimi stvarmi. Kadar razmišljajo o žalostnih stvareh ali pa ko razmišljajo o nagradi sami, se čas čakanja skrajša. Avtorji so tako ugotovili, da posameznik lahko čaka bolj mirno, če pričakuje, da bo s tem resnično dobil večjo nagrado in če si jo tudi močno želi. Svojo pozornost mora pri tem preusmeriti drugam in se zaposliti z notranjim kognitivnim razvedrilom. Kakršnokoli stanje, ki odvrta pozornost od nagrade pripomore k daljšemu čakanju. Posameznik mora zato premisliti o tem, kaj pričakuje, in se to tudi periodično opominjati. Preostali čas pa je potrebno zapolniti z ostalimi manj neprijetnimi notranjimi in zunanji dražljaji. Kasneje so ugotovili tudi, da so tisti, ki so se bili zmožni upirati dlje časa, bili bolj uspešni v skoraj vseh situacijah. Imeli so boljše ocene, študijske dosežke, bolj

so cenili sebe in svoje dosežke ter imeli zmožnost boljšega spopadanja s stresom. Bolj vztrajni so bili tudi manjkrat odvisni od drog in imeli manjši indeks telesne mase. Moffitt in drugi (2011) v svoji raziskavi, kjer so merili več različnih stališč samokontrole, med drugim tudi impulzivno agresijo in hiperaktivnost, najdejo podobne vzorce pri različnih posameznikih, ki so jih spremljali do 32. leta starosti. Tisti, ki so kot otroci imeli večjo samokontrolo, so bili v boljši fizični kondiciji in bolj zdravi, imeli višji socialno-ekonomski status in bolj verjetno bili lastniki domov. Prav tako so tisti, ki so izkazali večjo raven samokontrole, tudi varčevali za starost in so manjkrat prekršili zakon.

Vedenjska teorija življenjskega cikla trdi, da ima samokontrola pozitiven učinek na vedenje pri varčevanju. Strömbäck, Lind, Skagerlund, Västfjäll in Tinghög (2017) v raziskavi potrdijo omenjeno hipotezo, hkrati pa pokažejo, da ima samokontrola pozitivne učinke na splošno finančno vedenje posameznika. Samokontrola ima večji učinek na finančno vedenje, kot to meni vedenjska teorija življenjskega cikla. Ljudje s sposobnostjo samokontrole nimajo toliko težav s tesnobo, povezano s finančnimi zadevami, in so bolj brezskrbni in samozavestni s trenutnim stanjem ter prihodnjo finančno situacijo. Na finančno vedenje in finančno blaginjo poleg samokontrole vplivata tudi pozitivno in preudarno mišljenje. Statman (2017a) poudari, da je problem samokontrole povezan tudi s čedalje večjo kompleksnostjo finančnih produktov. Kompleksnost je očitna posebno pri strukturiranih produktih, kot so indeksne anuitete, ponujene posameznim vlagateljem. Zapletenost vlagatelje zmede in jih zavaja k nakupu produktov, prodajalci pa zaradi njihove nevednosti s tem pridobijo. Še večja težava nastane pri ponudbi finančnih produktov neinformiranim vlagateljem.

#### 4.2.4 Miselno računovodstvo

Miselno računovodstvo (angl. mental accounting) je skupek zaznavnih operacij, ki jih uporabljajo posamezniki in gospodinjstva, da organizirajo, ovrednotijo in kontrolirajo finančne aktivnosti. Thaler (1999) kot glavni vzrok za raziskovanje miselnega računovodstva navaja željo po izboljšanju razumevanja psihologije izbire. Poznavanje procesa miselnega računovodstva nam pomaga razumeti razlog za izbiro nečesa. Miselno računovodstvo krši ekonomsko pravilo o zamenljivosti. Denar v enem miselnem računu ni popoln substitut denarju v drugem. Zaradi kršitve pravila o zamenljivosti je miselno računovodstvo pomembno.

Miselni računi nam omogočajo slediti našemu denarju in ga usmerjati, kamor si želimo. Med računi skušamo doseči ravnovesje. Miselno računovodstvo nam včasih spodleti in sredstva razporedimo napačno, kar vodi do negativnih posledic ob nepričakovanih izdatkih. Takšni izdatki so normalni, vendar zaradi ozkega uokvirjanja nismo zmožni uvideti celotne slike, s pomočjo katere bi pravočasno pravilno razporedili sredstva po miselnih računih. Razlikujemo tudi med denarjem, pridobljenim z veliko truda (plača), in tistim, pridobljenim

z malo truda (darila). Omenjena prihodka razdelimo na dva miselna računa, navadno pa lažje porabljam tistega, ki smo ga pridobili z malo truda (Statman, 2017a).

Thaler (1999) predlaga, da ima potrošnik dve vrsti koristnosti pri nakupu: nakupno koristnost in transakcijsko koristnost. Nakupna koristnost je vrednost kupljene dobrine kot jo zaznava potrošnik relativno njeni ceni, kar sovpada z ekonomskim konceptom potrošniškega presežka. Je vrednost, ki bi jo potrošnik postavil, če bi dobrino dobil kot darilo in pri tem odštel plačano ceno. Transakcijska koristnost pa je definirana kot razlika med plačilom in referenčno točko dobrine, kar je običajna cena, ki jo potrošnik pričakuje, da jo bo plačal za ta produkt. Primer: če ležimo na plaži in si zaželimo mrzle pijače, nakup pa je možen v bližnjem hotelu ali v manjši trgovini z živili. Ker se cene lahko razlikujejo, se vprašamo, koliko smo pripravljeni plačati za pijačo na dveh različnih lokacijah. Postavimo si referenčno točko, kar je cena, ki smo jo pripravljani plačati. V hotelu smo pripravljani za pijačo odšteti 2,5 evra, v trgovini pa 1,2 evra. Ljudje smo v različnih okoljih pripravljani plačati različno in si glede na to tudi postavimo referenčno ceno. To ne sovpada s standardnim ekonomskim modelom, kjer naj bi bila potrošniška izkušnja enaka v obeh primerih ne glede na lokacijo. Če se odpravimo v trgovino, kjer pijača stane 1,8 evra, se zaradi prej postavljenih referenčnih točk ne odločimo za nakup, čeprav bi bili v drugih okoliščinah ta znesek pripravljani plačati. To je primer opuščanja nakupne odločitve zaradi občutne negativne transakcijske koristnosti.

Vedenjski vlagatelji ustvarjajo svoj naložbeni vedenjski portfelj z razdeljevanjem portfelja na različne miselne račune kot sloje v portfeljski piramidi. Prvi sloj, sestavljen iz različnih miselnih računov, je lahko manj tvegan, ustvarjen za primer krize in predstavlja varne naložbe, ki posameznika varujejo pred revščino. Drugi sloj pa je lahko bolj osredotočen na potencial, ki ga lahko doseže posameznik s svojimi naložbami, in je bolj tvegan. Kljub temu da gre za enega investitorja, lahko ima ta več različnih miselnih računov, kjer se njegovo vedenje razlikuje. Posameznik je zato lahko hkrati naklonjen in nenaklonjen tveganju. Manj tvegani miselni računi so navadno sestavljeni iz kombinacije dobro razpršenih delnic in obveznic ali kakšnih bolj konservativnih vzajemnih skladov, medtem ko je bolj tvegan miselni račun sestavljen iz nerazpršenih delnic in agresivnih vzajemnih skladov. Splošen primer v praksi bi bil naslednji: Posameznik, ki varčuje za starost, bi pri petdesetih letih največ sredstev razporejal v pokojninski račun, večinoma sestavljen iz obveznic. Manj sredstev bi namenil izobraževalnemu miselnemu računu in najmanj miselnemu računu za zapuščino. Če ima posameznik tri miselne račune, še ne pomeni, da potrebuje tudi tri dejanske račune za vsak sklad posebej (Statman, 2014).

Kljub temu da je sistem miselnega računovodstva za mnoge ekonomiste bizaren, ga uporabljajo tudi privatne univerze. Tipična privatna univerza v ZDA razlikuje med denarjem, ki je trenutno na računu in je lahko porabljen takoj, in med denarjem, ki so ga dobili z donacijami. To, kako razporejajo denar, se razlikuje med univerzami na podlagi njihovih interesov. Razlikuje se tudi to, kako zaznavajo donacije. Manjša darila, ki jih alumni

študentje dajo univerzi in so del letne kampanje, kjer zbirajo darilna sredstva, so navadno zaznani kot prihodek, ki se ga lahko takoj porabi. Večje donacije, ki so zaznane kot prihodek kampanj za zbiranje kapitala, pa se prenese na donacijski račun (Shefrin & Thaler, 1988). Miselno računovodstvo se pojavi tudi pri kategorizaciji oziroma označevanju računov. Denar je navadno označen na tri načine: izdatki se delijo na proračun (hrana, stanovanje), premoženje se deli na račune (tekoči, varčevalni) in prihodki so razdeljeni na kategorije (redni, nepričakovani). Takšna kategorizacija ne bi obstajala, če bi bil denar zamenljiv (substitut) v vseh oblikah, kot je to predvideno v ekonomski teoriji (Thaler, 1999).

Cartwright (2018, str. 87) opiše primer miselnega računovodstva v praksi. Predpostavlja tri scenarije. Prvi je, da v službi dobimo poseben bonus v vrednosti 200 € na mesec in ga prejemo eno leto. Drugi primer je, da je celoten bonus izplačan v enkratnem znesku, in sicer 2400 €, ki ga dobimo danes. Tretji primer pa je, da nam daljni sorodnik zapusti 2400 €, ki jih bomo lahko uporabili šele pet let kasneje. V vseh primerih dobimo 2400 € in če bi veljal zakon o zamenljivosti, se za obliko, v kateri dobimo denar, ne bi zmenili, kar pa se v realnosti izkaže kot napačna predpostavka. V primeru, da denar prihaja mesečno kot redno plačilo, ga ljudje navadno porabijo vsaj polovico skozi leto, če pa denar podedujemo, ne porabimo ničesar. To lahko razložimo s tremi miselnimi računi, ki jih ima gospodinjstvo. Prvi račun je sestavljen iz rednih prihodkov, drugi račun je varčevalni, tretji pa je namenjen za prihodnje prihodke. Redne prihodke imamo za dnevno porabo in velika vsota denarja se dejansko porabi. Varčevalni račun je namenjen varčevanju in investiranju za pokojnino ali novo hišo. Poraba tega denarja je manjša. Račun prihodnjih prihodkov pa večinoma ostane nedotaknjen, ker ljudje navadno ne porabljajo denarja, ki ga trenutno nimajo in ga dobijo šele čez pet let. Gospodinjstva obravnavajo sredstva glede na to, v kakšni obliki so izplačana, kar izpodbija zakon o zamenljivosti. Primera, ko posamezniki ali gospodinjstva porabijo denar, preden ga zaslužijo, sta študentski dolg, ki je bolj pogost v ZDA zaradi drugačnega visokošolskega sistema in hipoteke. Omenjena primera veljata za izjemi pri ugotovitvah raziskav miselnega računovodstva o tem, da se denar, ki nam ni na razpolago, ne porablja. Do podobnih ugotovitev pride tudi Shefrin (2002).

#### 4.2.5 Čredništvo

Berk in DeMarzo (2017) opisujeta, da se investitorji mnogokrat motijo o isti stvari zato, ker aktivno spremljajo in skušajo slediti drug drugemu. Čredništvo (angl. herding) je fenomen, ko posamezniki poskušajo posnemati vedenje drugih. Razlogov, zakaj investitorji podležejo čredništvu, je več. Nekateri verjamejo, da imajo drugi bolj ekskluzivne informacije in verjamejo, da bodo lahko izkoristili vedenje drugih v svojo korist, če jih bodo posnemali. To lahko sproži učinek informacijske snežene kepe, ko posamezni investitorji ignorirajo svoje informacije in upajo, da bodo zaslužili z informacijami drugih. Drugi razlog za čredništvo je povezan z relativnim premoženjem posameznika. Posamezniki izberejo sledenje drugim na način, da kupujejo tvegane naložbe, posledično pa vrednost teh naložb raste. Te tvegane naložbe postanejo privlačne novim investitorjem, ki z nakupi dodatno višajo ceno tvegane



naložbe. Novi vlagatelji in čedalje višja cena vodita v ustvarjanje mehurčka, ki kmalu poči. Tretji razlog, ki ga avtorja omenjata, je, da profesionalni upravljalci skladov tvegajo izgubo ugleda, če se njihove napovedi preveč razlikujejo od drugih (DeMarzo, Kaniel & Kremer, 2008). Chen (2013) čredništvo povezuje tudi s psihologijo investitorja, kjer posameznik zaradi občutka varnosti raje sledi večini. Tudi Scharfstein in Stein (1990) opisujeta, da posamezni investitor sprejme enake odločitve kot ostali, da bi se izognil krivdi, ki bi mu jo pripisala družba ob morebitnih slabih rezultatih. Princip klasične ekonomske teorije je, da naložbene odločitve odsevajo racionalna pričakovanja agentov in da so odločitve, z uporabo vseh razpoložljivih informacij, sprejete na učinkovit način. Pogosteje kot princip klasične ekonomske teorije v realnosti zasledimo pojav čredništva.

Literatura o črednem vedenju se razdeli na dve veji. Prva opisuje študije, ki ocenjujejo skupinsko čredništvo, odvisno od aktivnosti različnih vlagateljev in investitorjev, kot so upravljalci vzajemnih skladov in finančni analitiki. Analitiki sledijo drugim zaradi ugleda, medtem ko institucionalni vlagatelji sledijo drugim, ker se bojijo za svoje službe. Ta veja se osredotoča na čredništvo institucionalnih vlagateljev. Druga veja pa raziskuje čredništvo z zbiranjem velike količine tržnih podatkov, ki so nato predmet natančnih analiz. Ocenjevanje in merjenje čredništva na ta način zahteva mnogo podatkov o transakcijah različnih skupin investitorjev (Babalos, Balcilar & Gupta, 2015; Galariotis, Rong & Spyrou, 2015).

Chen (2013) v svoji raziskavi skuša dokazati čredno vedenje na finančnem trgu med letoma 2000 in 2009. V raziskavo je vključil 69 držav in skušal dokazati različno vedenje na razvitih, nastajajočih in obrobnih trgih. Od 69 držav je bilo 23 držav iz razvitih trgov, 20 iz nastajajočih in 26 iz obrobnih trgov. Skoraj na vseh analiziranih trgih je bilo mogoče pri posameznikih zaznati učinek čredništva. Avtor je ugotovil, da je mogoče zaznati čredništvo tako v času rasti kot tudi v času ohlajevanja trga in da investitorji bolj sledijo drugim ob slabih novicah kot v primeru dobrih novic. Brown, Wei in Wermers (2014) ugotovijo, da pozitivna pregledana splošna priporočila vodijo do čredništva vzajemnih skladov pri kupovanju vrednostnih papirjev, medtem ko negativna priporočila vodijo do prodaje. Bolj močno reakcijo je mogoče opaziti ob negativnih priporočilih analitikov. Ugotovijo, da so upravljalci podjetij, ki so bolj zaskrbljeni za svojo kariero, bolj podvrženi upoštevanju in sledenju priporočilom analitikov.

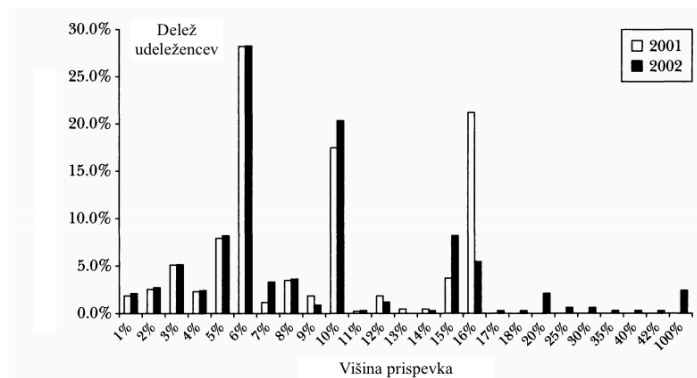
#### **4.3 Primeri vedenjske teorije življenjskega cikla v praksi**

Posameznik je v življenju izpostavljen mnogim dejavnikom, ima takojšen dostop do novih informacij, količina in kvaliteta pa vplivata na njegove odločitve. Na sprejemanje odločitev vpliva tudi predhodno znanje, ki ga ima o tematiki. Teoretično znanje je nadgrajeno s praktičnimi izkušnjami, ki si jih je posameznik pridobil skozi življenje ali pa jih je opazil pri drugih. S primeri vedenjske teorije življenjskega cikla želim opisati tako banalne primere kot tudi bolj sofisticirane in tiste, s katerimi se v vsakdanjem življenju srečujemo redkeje.

Osnovni primer vedenjske teorije življenjskega cikla je, da posameznik različnih oblik enakih vrednosti nima za zamenljive in jih s pomočjo miselnega računovodstva razporeja drugače. Bolj dostopno in posledično bolj vabljivo premoženje porablja prej. Primer tega je, da za plačilo pralnega stoja prej izberemo gotovino, kot pa da bi zato prodali delnice ali enako ovrednoten del našega ozemlja. Mnogo raziskav nakazuje na to, da posameznik privarčuje veliko več oziroma zapravlja dosti manj, če se odloči, da sredstva naloži v oblike, kjer je ponovna zamenjava v denar bolj zapletena. Primer za to so pokojninski računi, kjer posameznik za predčasen dvig plača tudi denarno kazen. Pri večjih naložbah so lahko to tudi nepremičnine ali umetnine. Ob večji samokontroli pa je zadostna že odločitev gospodinjstva, da mesečno na varčevalni račun prenese nekaj odstotkov celotnega prihodka ali pa celotni letni bonus (Schooley & Worden, 2008). Benartzi in Thaler (2007) empirično prikažeta primer heuristike v praksi, ki vpliva na posameznikovo vedenje skozi življenjski cikel. Ugotovita, da posameznik navadno porabi relativno malo časa pri določevanju višine prispevkov ali naložbenih odločitvah, povezanih z varčevanjem. Dejstvo, da se porabi tako malo časa pri tako pomembnih odločitvah, je zaskrbljujoče. Ugotavlja se, da ljudje uporabljajo heuristiko, ki jim pomaga sprejemati hitre odločitve.

Na Slika 9 je prikazana razporeditev višine prispevkov za varčevanje za starost v letih 2001 in 2002 pri tistih, ki so se priključili večjim pokojninskim načrtom. Višina prispevka je odstotek prihodka, ki ga posameznik nameni za varčevanje. Iz slike so razvidne tri heuristike. Prva je izbira večkratnika števila pet, kjer je mogoče zaznati večji delež udeležencev. Druga heuristika je izbira najvišje možne vrednosti (leta 2001 je to bilo 16 %, leto kasneje se je vrednost dvignila na 100 %) in tudi 16 % je izbralo velik delež udeležencev. Zadnja heuristika pa je, da se posameznik odloči za najvišji delež, pri katerem delodajalec še izenači višino prispevka. V tem pokojninskem načrtu je to bilo 6 %. Največ udeležencev se odloči ravno za to možnost (Benartzi & Thaler, 2007). Ljudje pogosto ne znajo samostojno določiti deleža prispevkov v pokojninske načrte, zato se raje odločijo za heuristiko, ki jim pomaga pri sprejemanju odločitev. Pri iskanju pravilne rešitve pogosto spremljajo vedenje drugih in ga posnemajo, kot pa da bi tematiko raziskali in skušali sami priti do njim najbolj ustreznega deleža, ki ga lahko namenjajo za varčevanje.

*Slika 9: Razporeditev višine prispevkov v pokojninskih načrtih*



*Prilagojeno po Benartzi & Thaler (2007).*

Bogan (2015) opisuje splošni primer ameriškega gospodinjstva in kaj vse vpliva na razdeljevanje sredstev. Poleg dnevne porabe, investicij v pokojninske sklade in ostale izdatke ima gospodinjstvo izdatke, povezane z otroki in ostarelimi, za katere skrbi. Tako otroci kot tudi ostareli starši vplivajo na finančno vedenje in finančne odločitve. Skrb za starejše izdatno zmanjša možnost investiranja v bolj tvegane naložbe, prav tako možnosti zmanjša bodoče izobraževanje potomcev, ki jim je potrebno zagotoviti določena sredstva za študij (v ZDA celo priskrbeti šolnino, če starši ne želijo naložiti celotnega bremena na otroke, ki bi se morali močno zadolžiti). Avtorica pojasni, da skrb za ostarelega starša dvakratno zmanjša investicije v tvegane naložbe, kot pa če je posameznik sam slabega zdravja. Zaradi dejstva, da morajo skrbeti tako za starše kot otroke hkrati, je sredstev za varčevanje manj. Prav tako pa so naložbe bolj konzervativne, ker bi tvegane naložbe lahko povzročile prevelike izgube, kar bi posledično lahko ogrozilo finančno stanje gospodinjstva. Takšne stvari lahko potencialno negativno vplivajo na ekonomsko mobilnost generacije. Omejena sredstva za izobraževanje potomcev lahko dolgoročno vodi do slabše izobrazbe in posledično nižjega zaslužka. Ti rezultati kažejo na močno povezanost pokojninskih sistemov, šolstva in povečevanja premoženja. V primeru, da je pokojninski sistem slab, to vpliva na izobraževanje potomcev in dolgoročno na ekonomski status trenutnega in znanstvenega gospodinjstva. Vedenjska teorija življenjskega cikla nam na ta način pomaga razumeti, zakaj ljudje zaradi okoliščin, v katerih se znajdejo s pomočjo miselnega računovodstva, sredstva razporejajo neoptimalno in bolj zadržano.

Tradicionalna teorija življenjskega cikla je na preizkušnji, kadar posameznik zasluži velike količine življenjskega prihodka v kratkem času. Primer za to so profesionalni športniki, ki v svoji kratki športni karieri zaslužijo ogromne vsote denarja. Po tradicionalni teoriji bi športniki te zaslužke enakomerno trošili skozi celotno življenje, vendar se to mnogokrat ne zgodi in ti pogosto bankrotirajo nekaj let po končanju svoje kariere. Vedenje, ki se izkaže kot problematično, je samokontrola. V času visokih prihodkov jim ni bilo potrebno razmišljati o tem, kako in koliko trošijo. Zaradi spremembe dohodka in slabe samokontrole so vsote denarja po upokojitvi kmalu porabljene. Avtorji Carlson, Kim, Lusardi in Camerer (2015) v svoji raziskavi opazujejo igralce ameriškega nogometa v nacionalni nogometni ligi NFL (angl. National Football League), izbrane v letih 1996 in 2003. Igralci s povprečno dolgimi karierami zaslužijo približno 3,2 milijona dolarjev na leto in gledano dolgoročno bi večina tega denarja morala biti privarčevana za kasnejše obdobje, ko tako visokih vsot ne bodo več prejeli. To v praksi ne drži, saj mnogo igralcev bankrotira le nekaj let po upokojitvi. To je posledica neznanja, slabe samokontrole in ohranjanja enakega življenjskega sloga kot pred upokojitvijo, ki ni bilo optimalno in v skladu s standardno teorijo življenjskega cikla.

Primer vedenjske teorije življenjskega cikla v praksi opazimo tudi pri bolj premožnih. Tisti, ki imajo več sredstev v pokoju, se ne odločajo vedno za njihovo porabo, ampak raje uživajo v kopičenju bogastva. Primer za to sta bila tudi Harry Helmsley in njegova soproga, ki sta bila lastnika hotela Helmsley Palace in še dvesto drugih stavb v New Yorku konec

dvajsetega stoletja. Čustvene koristi, ki sta jih lastnika občutila s tako velikim premoženjem, so ju odvrčale od prodaje katere izmed stavb in porabe pridobljenih denarnih sredstev. Kljub temu da sta bila zakonca Helmsley v pokoju in bi si lahko privoščila ugodno življenje že samo s prodajo ene izmed stavb, se za to nista odločila. Raje sta naprej kopičila bogastvo, kar je dober primer potrošniške vrzeli. Statman (2017a) poleg omenjenega primera opisuje tudi, da ljudje kljub povečanju premoženja ne povečajo svoje potrošnje sorazmerno z višjimi prihodki, čeprav bi si to lahko privoščili.

Vedenjsko teorijo življenjskega cikla s primerom opisuje tudi Statman (2017a), ki za razlago uokvirjanja uporabi reklamo za tekaške čevlje. Dva bosa moška se na sprehodu po afriški savani šalita, ko se jima približa lev. Prvi si začne obuvati tekaške čevlje, pri čemer ga drugi sprašuje, če resnično verjame, da je hitrejši kot lev. Odgovor je seveda ne, hkrati pa pripomni, da je z njimi zagotovo hitrejši od njega. V naslednjem prizoru je prikazano, kako se lev približuje bosonogemu, ki je v teku zaostal za prvim. Moški s tekaškimi čevlji uporablja učinkovito bližnjico uokvirjanja, medtem ko bosonogi naredi napačno presojo uokvirjanja. Prvi uokvirja tekmo med njim in bosonogim, medtem ko drugi uokvirja tekmo med njima in levom. Podobne napake uokvirjanja zasledimo tudi na trgu z vrednostnimi papirji, ko trgovci poskušajo premagati vse druge, ki trgujejo na trgu. Pravilnejši pristop je tisti, ko posamezen udeleženec na trgu tekmuje z drugim udeležencem na trgu. Tekaški čevlji so v primeru udeleženca na trgu lahko boljše računalniška oprema, boljše analize preteklih in prihodnjih denarnih tokov, boljše poznavanje podjetja, za katerega se zanima. Tisti, ki pravilno uokvirijo situacije, so z izidom bolj zadovoljni, posledično so tudi bolj uspešni.

Samokontrola predstavlja težavo mnogim posameznikom, zato lahko pri razlagi vedenjske teorije življenjskega cikla uporabimo primer potrošnikov in njihovega odnosa do dividend. Ljudje imajo radi dividende, ker neradi posegajo v svoj kapital. Dividende zaznavajo kot prihodek. Investitorji se radi odločajo za portfelj iz delnic, ki izplačuje visoke dividende, ki jih nato tudi štejejo kot prihodek. Upokojenec, ki življenjske izdatke financirajo s svojim portfeljem, skrbi, da bi svoje bogastvo zapravili prehitro in s tem preživeli sredstva, ki so jim na voljo. Bojijo se izgube samokontrole, ko želja po trenutnem zadovoljstvu vodi do pretirane potrošnje. Zato se odločijo postaviti pravila, ki jih varujejo pred skušnjavo in zato zapravljajo samo prihodek od dividend, za prodajo vrednostnih papirjev pa se ne odločijo (Shefrin, 2002).

Izjemno zanimiv primer miselnega računovodstva je objavil Gangaramany (2013) na spletni platformi Youtube, kjer Gene Hackman, znan filmski igralec, obišče prijatelja Dustina Hoffmana na njegovem domu. Slednji ga med obiskom prosi, če si lahko izposodi denar za hrano. Hackman mu ga posodi, kasneje pa se znajdetata tudi v Dustinovi kuhinji, kjer ima razstavljen steklene kozarce z denarjem. Vsak kozarec ima svoj napis, čemu je namenjen. Denar za najemnino, denar za zabavo, denar za knjige in mnogo drugih, vsi pa so polni. Samo kozarec za hrano je bil prazen. Gene ga vpraša, zakaj je potreboval denar, če ga ima

toliko. Dustin mu je odgovoril, da ima denar, vendar ne za hrano. Gre za humoren primer miselnega računovodstva v praksi tudi pri ljudeh, ki imajo veliko denarja.

Ljudje pogosto delajo napake, ko sledijo nasvetom prijateljev ali sosedov in spregledajo informacije, ki so na voljo na trgu. Primer čredništva se je pojavil v ZDA, ko je zaradi nepremičninskega balona, ki je pred letom 2008 počil in povzročil propad nepremičninskega trga v ZDA, kasneje posledice zloma občutilo celotno svetovno gospodarstvo. Mnogo investorjev je v tistem času sledilo drugim v prepričanju, da imajo bolj prav in več informacij od njih samih (Statman, 2017a). Stephen, Shivaram in Gregory (2015) ugotovijo, da se čredništvo pojavlja tudi v Ponzijevih shemah. Pri raziskavi 376 Ponzijevih shem, ki jih je raziskovala tudi SEC, so odkrili, da je življenjska doba povprečne sheme približno štiri leta. Omenjene sheme so ciljale predvsem na starejše prebivalstvo in so uspešne predvsem tam, kjer je prisotna sorodnost med shemo in posamezniki. V Ponzijevih shemah slepar predlaga finančne spodbude tretji osebi in s tem privablja žrtve v shemo.

## **5 PRIPOROČILA ZA PRAVOČASNO IN OPTIMALNO VARČEVANJE**

Kdaj pričeti z varčevanjem in koliko varčevati za starost sta dve izmed najpomembnejših vprašanj, ki bi si jih moral zastaviti posameznik že zgodaj po prvi zaposlitvi oziroma pred tridesetim letom starosti. V Sloveniji je problem v tem, da je to manj poznana tematika in da se ljudje večinoma zanašajo na to, kar jim zagotovi oziroma odvaja delodajalec. Vzporedno varčevanje posameznika, ki je neodvisno od delodajalca ali države, je manj običajno in tukaj je mnogo prostora za izboljšave.

### **5.1 Priporočila na podlagi vedenjskih pristranskosti**

Ni nujno, da je višina prihodkov v pokoju posameznika enaka višini prihodkov med delovno dobo. Dovolj je že 80 % nadomestilo za ohranjanje podobnega življenjskega standarda. Nižji prihodki so zadostni zato, ker upokojencem ni več potrebno varčevati za pokojnino ali plačevati za službene izdatke. Običajno upokojenci plačujejo nižje davke in do upokojitve že poplačajo hipotekarne dolgove. Priporočila avtorjev Munnell, Golub-Sass in Webb (2011) so, da oseba, ki začne varčevati pri 25 letih, naj prihrani 12 % svojih prihodkov, če se želi upokojiti pri 67, tisti, ki začnejo varčevati pri 35 letih, pa naj prihranijo 18 % prihodkov. Nekateri avtorji torej priporočajo, naj za starost začnemo varčevati že v srednjih in poznih dvajsetih ter s tem varčevanju namenimo manjši odstotek svojega prihodka. Določen delež odvaja že delodajalec, če pa želimo ustvariti dovolj za mirno upokojitev, kjer nam ne bi bilo potrebno močno spremeniti življenjskega sloga, pa bi bilo dobro za pokojnino skupno (delodajalec in mi sami) nameniti med 12 do 18 % plače. V tem življenjskem obdobju je naše poznavanje pokojninskih sistemov in splošnega delovanja trga vrednostnih papirjev ter ostalih možnosti oplemenitenja denarja slabše, če se na tem področju nismo

izobraževali, prejeli znanja od svojcev in prijateljev ali pa se o tem sami pozanimali. Pridobitev ustreznega znanja vpliva na to, kdaj bomo začeli varčevati. Ključno je že zavedanje, da moramo ustrezno varčevati, če želimo v pokoju prejemati pokojnino v skladu z našimi željami in življenjskim slogom, ki ga želimo imeti. Novo zaposleni pri starosti 25 let redko razmišlja o tem, kakšno bo življenje čez 40 let, ko se bo mnogo stvari že tako močno spremenilo, da to kar obstaja danes, takrat ne bo več relevantno. Kljub temu je vseživljenjsko izobraževanje na tem področju in zasledovanje trga priporočljivo, če se želimo ustrezno prilagoditi razmeram na trgu v določenem obdobju.

Vedenjska teorija življenjskega cikla in z njo povezane pristranskosti so ključne pri raziskovanju sebe in raziskovanju pasti, ki jim je posameznik izpostavljen skozi življenjsko obdobje. Zavedanje, da se ljudje pogosto odločamo po pravilu palca in da zaradi časovne optimizacije ne namenimo dovolj truda zbiranju podatkov in izbiri najbolj optimalne rešitve, je nekaj, kar nam lahko spremeni pogled na svet. V kombinaciji s preveliko samozavestjo in prepričanjem, da smo se odločili pravilno na podlagi preteklih izkušenj, lahko hitro naredimo nekaj usodnih napak, ki vplivajo na naše prihranke. Problematici so tudi izstopajoči dogodki, ki so zaradi svetovnega spleta še bolj razpoložljivi in jih je mogoče zaznati veliko prej kot v preteklosti. Na naše odločitve lahko vpliva tudi medijsko zavajanje, ki mnogokrat zaradi oportunistične želje po večjemu številu bralcev, gledalcev ali poslušalcev napihuje resnico. Ljudje, ki se ne zavedajo problematike izstopajočih dogodkov se ob naslednjem pojavu ne bodo vprašali, ali gre morda zopet za eno izmed prenapihnenih zgodb, ki bi po nepotrebnem vplivale na naše vedenje. Takšne primere je mogoče zaslediti z različnimi mehurčki na trgu, ki vodijo do gospodarske krize, kjer mnogi sledijo množici, ne da bi premislili s svojo glavo. Podoben učinek je viden tudi po gospodarski krizi, ko je zaupanje načeto in ljudje kljub mnogim dobrim priložnostim za investiranje ne verjamejo, da je to mogoče in pogosto ne želijo sodelovati na trgu zaradi nezaupanja, ki je posledica nedavnega izstopajočega dogodka. S tem, ko denarja ne investirajo ustrezno in ga raje hranijo doma ali na tekočih računih, zamujajo priložnosti, ki so na trgu.

Pogosta napaka je tudi, da ljudje ohranjajo status nedejavnosti in se ne odločijo za spremembe, ker se bojijo, da bi to kasneje obžalovali. Čustvo obžalovanja je za posameznika mnogo hujše kot morebitna zamujena priložnost, kar je eden izmed razlogov nedejavnosti. Pri mladih pa se pojavlja zavlačevanje oziroma odlašanje s pričetkom varčevanja. Ti dve pristranskosti omenjam skupaj, ker se v praksi povezujeta in moje priporočilo je, da mladi čim prej pričnejo iskati načine, s katerimi bodo varčevali za starost. V primeru, da oseba v svojih dvajsetih naredi napako in se odloči za bolj tvegano naložbo, ki se morda ne izide po pričakovanjih, bo to dosti manj obžalovala, ker si bo skozi življenjsko dobo še lahko finančno opomogla. Prej ko pričnemo varčevati in namenjati sredstva za pokojnino, prej bomo soočeni z različnimi pastmi. Mlajši si dosti lažje finančno opomorejo, kot če se oseba nekaj let pred upokojitvijo odloči za preveč tvegano naložbo, ki se ne izide po načrtih in izgubi večji del privarčevanih sredstev za pokojnino. Starejši imajo manj časa, da bi izgubljena sredstva do upokojitve pridobili nazaj. Bistveno je, da mladi premagajo strah, s

katerim se soočajo, kadar razmišljajo o varčevanju za starost. Strah pred tem, da bi izgubili težko privarčevana sredstva v mladih letih in jih vložili v naložbe, ki ne prinašajo gotovega zaslužka, je nekaj s čimer se morajo spopasti. Status nedejavnosti je torej pri starejši populaciji mnogo bolj sprejemljiv, saj je jasno, da ne želijo tvegati preveč in dopustiti možnost, da izgubijo vse.

Pri varčevanju za starost mnogokrat slišimo mlade govoriti o tem, kako pokojnine ne bodo doživeli in kako bo starost, potrebna za upokojitev, že tako visoka, da bo ves privarčevan denar ostal neporabljen. Mladi pogosto ponavljajo, da ne bodo varčevali in bodo raje uživali v trenutku, ker tako ali tako ne bodo uživali pokojnine. To, kako so jim bile pokojnine predstavljene, vpliva na njihovo vedenje in nezmožnost pogleda iz druge perspektive, kar lahko ima dolgoročne posledice. Primer takšnega razmišljanja lahko pojasnim s predsodkom ekstrapolacijske pristranskosti, ko na podlagi trenutnih razmer mladi delajo dolgoročne zaključke in to projicirajo v prihodnost. Trenutno slabo stanje pokojninskega sistema in z njim povezane aktivnosti kličejo po reformah in jasno je, da bo do tega tudi prišlo. Razmere so nevzdržne in dolgoročen obstoj je možen samo s spremembo sistema, kar pa je mogoče doseči na več načinov: zvišati upokojitveno starost, povečati dajatve, preložiti večji del bremena na delodajalce ali zaposlene ali pa z različnimi davčnimi olajšavami spodbujati prebivalce k alternativnim možnostim varčevanja, ustvarjanju svojih varčevalnih računov, udeležbi na trgu vrednostnih papirjev ali namenjanju denarja za izobraževanje. Poleg omenjenih se lahko zgodi tudi mnogo nepredvidljivih dogodkov, ki lahko pozitivno ali negativno vplivajo na pokojninski sistem. Vseeno pa je potrebno spremeniti mišljenje mladih, da je varčevanje za starost nepotrebna potrošnja denarja.

Samokontrola mnogim predstavlja težave in zato imajo nekatere države v ustavi zapisano pravico do socialne varnosti. Tako država ureja obvezno zdravstveno, pokojninsko, invalidsko zavarovanje ter skrbi za njihovo delovanje. V Sloveniji je pokojninsko zavarovanje obvezno za vse zavarovance, ki plačujejo prispevke po načelu vzajemnosti in solidarnosti ter tako zagotavljajo pravice za primer starosti, invalidnosti, smrti in druge pravice (ZPIZ-2). Poleg obveznega pa imamo v Sloveniji tudi prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, kamor se vključijo posamezniki preko delodajalca, ki delno ali v celoti financira pokojninski načrt. Delodajalci vključujejo svoje zaposlene v kolektivno zavarovanje, posamezniki pa lahko s pisno izjavo zahtevajo, da se jih ne vključi v pokojninski načrt. Delodajalci lahko preko različnih pokojninskih družb ponudijo svojim zaposlenim različne naložbene oblike, ki so navadno prilagojene starosti posameznika. Mlajše vključujejo v bolj tvegane, pretežno delniške sklade, starejše pa v manj tvegane zajamčene sklade (eUPRAVA Republike Slovenije, brez datuma). Takšni in podobni avtomatični načini vključevanja posameznikov v različne oblike varčevanja nam omogočajo, da čeprav vsi ne poskrbijo samostojno za svojo pokojnino, so v pokoju upravičeni vsaj do sredstev za preživetje.

Nagnjenost k realizaciji dobičkov ali nerealizaciji izgub lahko povežemo z uokvirjanjem, saj prva predstavlja primer omejenega uokvirjanja. Ljudje pogosto prodajajo naložbe, ki ustvarjajo dobiček, hkrati pa vztrajajo pri naložbah, ki jih povzročajo izgube. Razlog za to je, da je okvir postavljen preozko. Ljudje si ne želijo izgub in upajo, da bodo nekoč njihove naložbe vredne vsaj toliko kot so za njih plačali, čeprav se morda naložba dolgoročno izkaže kot popolnoma napačna. Ravno obratno pa velja pri naložbah, ki prinašajo dobiček. Ljudje zaradi trenutnega dobrega poslovanja želijo takoj realizirati dobičke, čeprav bi dolgoročno vrednost njihovih naložb lahko izdatno narastla. Moje priporočilo je, da naložbe ne ocenjujemo prepogosto, saj prepogosto trgovanje povzroča tudi velike transakcijske stroške. Ocenitev portfelja in analiza preteklega poslovanja enkrat na dve leti je dovolj, da se izognemo pogostemu kratkoročnemu nihanju cen vrednostnih papirjev na trgu, hkrati pa dobimo boljši pregled nad tem katere naložbe so slabe in jih je bolje nemudoma prodati. Pozornost pa je treba nameniti tudi okviru v katerega je naložba postavljena. Menim, da že poznavanje pristranskosti uokvirjanja lahko izdatno pripomore k temu, da ljudje postanejo pozorni na to, ali je določena naložba resnično dobra ali pa je postavljena le v okvir, ki nam ustreza.

Posameznik se lahko znajde tudi v položaju, kjer ima na voljo več naložbenih oblik, sam pa se ne more odločiti katero bi izbral. Nazadnje se odloči za enakomerno porazdelitev deleža naložb med vse, ki so mu na voljo. To je  $1/n$  heuristika, ki se v praksi pojavlja manj pogosto kot katere izmed ostalih pristranskosti. Moje priporočilo je, da preden se posameznik odloči za takšen način razpršitve svojih naložb, najprej skuša oceniti, ali so naložbe, ki so mu na voljo, dovolj razpršene. Naložbeni sklad sestavljen pretežno iz delnic podjetij lahko prinese večje tveganje za njegove naložbe kot naložbeni sklad sestavljen tako iz delnic podjetij kot tudi manj tveganih obveznic.

Problematično je lahko tudi sidranje, kjer posamezniku predstavljena izhodiščna točka močno vpliva na njegove nadaljnje odločitve. Ker se ljudje ne odločamo vedno racionalno in ne premislimo vedno vseh možnosti, kar je zaradi pomanjkanja informacij, časa in znanja skoraj nemogoče, je moje priporočilo predvsem to, da naj se posameznik vpraša, ali trenutno obstaja izhodiščna točka, ki lahko vpliva na njegove odločitve. Čeprav je to v praksi težje izvedljivo menim, da lahko s poznavanjem različnih primerov sidranja to lažje zaznamo. Čeprav lahko neprestan dvom o tem, ali na naše odločitve vplivajo različne izhodiščne točke ali morda kakšne ostale pristranskosti, povzroči še več zmede in nas še dodatno ovira pri sprejemanju odločitev, pa je to pri odločitvah, povezanih z varčevanjem za starost, pomembno. Mladi, ki načrtujejo kako bodo varčevali za starost, morajo zato poiskati več različnih mnenj o tem, kakšen način varčevanja je najboljši za njih. Ne smejo se opirati izključno na eno referenčno točko, hkrati pa se morajo zavedati, da bodo najboljšo rešitev težko našli. Najti morajo sebi ustrezno, kjer ne bodo izpostavljeni prevelikemu tveganju in ki jim bo obenem zagotavljala določeno mero finančne varnosti v pokoju.



Informacije se danes hitro širijo. Samo z enim klikom so na voljo na svetovnih platformah, do katerih lahko dostopajo praktično vsi. Vpliv, ki ga imajo znane osebnosti je večji kot kadarkoli prej. Ljudje sledijo in posnemajo vedenje drugih. Pojav čredništva je opazen v mnogih industrijah, pojavlja pa se tudi na finančnih trgih. Tudi tisti, ki se odločajo samostojno varčevati za starost mnogokrat podležejo temu. Zaradi velike količine informacij smo prepričani, da ima nekdo boljše od nas in da nam sledenje njihovim odločitvam lahko prinese podoben uspeh. Zanimivo pa je, da je čredno vedenje še pogostejše v primeru, ko v določeni stvari niso dovolj poučeni in se tega zavedajo, zato raje sledijo drugim. Zanimivi primeri v zgodovini so že prej omenjeno mrzlično nakupovanje delnic tulipanov, brezglavo nakupovanje kriptovalut in tudi mrzlično nakupovanje delnic podjetij z imenom »dot-com«, ki ga prej ne omenjam. Vsi ti primeri imajo po mojem mnenju eno skupno točko. To je posameznikovo nepoznavanje tega kar kupuje. Na trg vrednostnih papirjev vstopajo posamezniki, ki pred tem ne trgujejo in ne poznajo kaj resnično določa vrednost delnice določenega podjetja. Vstopajo na trg, ker vidijo priložnost v hitrem zaslužku ter s tem močno povečajo ceno delnic, katerih cena ne narašča zaradi svoje vrednosti ali priložnosti za bodočo rast, ampak izključno zaradi tega, ker je povpraševanje večje kot je ponudba. Povpraševanje po nečem kar naj bi imelo vrednost samo zato, ker to vsi kupujejo. Kmalu se pojavijo novonastala podjetja, ki ponujajo podobne produkte ali storitve samo zato, ker je takšno povpraševanje. To se je zgodilo na trgu kriptovalut, kjer smo v zelo kratkem času spoznali mnogo novoustanovljenih kriptovalut, katerim je cena rasla v nebo zgolj zato, ker so bile kriptovalute. Podobno je bilo v dobi »dot-com«. Čredno vedenje pogosto najbolj prizadene tiste, ki vse svoje prihranke vložijo v omenjene naložbe v želji in prepričanju, da jih bo to končno vodilo na zeleno vejo v finančnem smislu, kar pa se zgodi zelo poredko. Poznavanje čredništva je posledično lahko izjemno koristno pri kakršnihkoli finančnih odločitvah.

Potrošniška vrzel se razlikuje od ostalih pristranskosti, saj nastane takrat, ko imajo ljudje več denarja kot so ga imeli prej. Lažje jo opazimo pri zelo bogatih, čeprav je prisotna tudi pri ostalih. Dober primer je tudi potrošniška vrzel, ki se pojavi pri študentih, ki so mnogo let živeli skromno študentsko življenje in se po dokončani diplomi redno zaposlijo. Takrat še nekaj mesecev ne trošijo toliko kot bi bilo za njihove nove prihodke mogoče. Še vedno so bolj previdni pri izdatkih, saj so prej živeli tako, da z občasnimi študentskimi deli niso imeli zagotovila o tem, ali bodo naslednji mesec imeli dovolj denarja za vse, kar potrebujejo. Potrošniška vrzel kmalu izgine, saj se je potrebno osamosvojiti, poravnati obveznosti in razmišljati o tem, kako si ustvariti družino. Pri bogatejših pa je potrošniška vrzel vidna, ker je velike količine denarja včasih težko zapraviti, hkrati pa so mnogi obsedeni s kopičenjem bogastva, kar jim prinaša dodatno zadovoljstvo. Priporočila za pristranskost potrošniške vrzeli je težko zapisati, saj je to, kako porabljam denar, ko ga že imamo, manj pomembno vsaj pri bogatejših, ki še naprej kopičijo bogastvo. Študentje, ki se zaposlijo pa kmalu spoznajo, da je denar potrebno primerno razporediti in z njim tudi kaj ustvariti, ne pa ga samo kopičiti.

Z miselnim računovodstvom se je zagotovo srečal že vsak posameznik. Primer, ko smo kot otroci dobili denar od starih staršev, tet, stricev ali kakšnih znancev, lahko povežemo z miselnim računovodstvom. To je dober primer zato, ker smo ta denar najverjetneje porabili drugače kot denar, ki smo ga prejeli od staršev. Še vedno je to bil denar v fizični obliki, mi pa smo ga s pomočjo miselnih računov prerazporejali drugače kot denar od staršev. Takšen denar je bil namenjen nakupom igrač ali priboljškov, medtem ko je denar od staršev navadno bil namenjen bolj šolskim potrebščinam ali oblačilom. Takšno razporejanje denarja smo ohranili skozi vse življenje čeprav se tega morda niti ne zavedamo. Tudi danes se na primer regres porablja drugače kot redni mesečni prihodek, čeprav je oboje v denarni obliki. Poznavanje miselnega računovodstva nam lahko koristi, saj s tem lahko prihranimo v primeru, če želimo imeti odprtih več različnih računov na bankah, kamor razporejamo denarna sredstva in pri tem plačujemo za vodenje računov. V teoriji je razporejanje denarja na našem bančnem računu s pomočjo miselnega računovodstva enostavno, problem pa se pojavi, če imamo težave s samokontrolo in se težko zadržujemo pri nakupovanju in upravljanju denarja, ki ni namenjen temu. V takšnih primerih je potrebno imeti več računov ali pa denar vložiti v oblike, ki so težje lahko zamenljive v denar. Primer je nakup zemljišča, nakup vrednostnih papirjev ali vlaganje sredstev v pokojninske račune.

## **5.2 Vloga in potencialen vpliv tehnologije**

Razvoj sodobne tehnologije ne bo ostal neizkoriščen pri načrtovanju pokojnin. Ta lahko prinese mnogo koristi, kot je na primer zniževanje stroškov. Trenutni sistem ni samo drag, ampak tudi tvegan. Na tem področju je velika priložnost za manjša zagonska podjetja, ki lahko ustvarijo prebojne (angl. disruptive) inovacije. Ponudba različnih pokojninskih načrtov in možnosti za varčevanje lahko zmede posameznike, zaradi česar imajo težave pri izbiri. Posamezniki najverjetneje ne bodo želeli popolnega preklopa na tehnologijo, zato je že sedaj bolje razmišljati o hibridnem pristopu, kjer bo tehnologija služila bolj temu, da posamezniku simulira različne finančne odločitve in morda pripravi predloge za varčevanje, primerne njegovim zahtevam in finančnim zmožnostim. Vpeljevanje tehnologije mora biti dobro premišljeno. Novi produkti morajo temeljiti na posameznikovih potrebah, predvsem pa zavedanju, da bodo v stiku s tehnologijo predvsem starejši, ki lahko imajo težave pri uporabi. To pomeni, da izključno tehnološke rešitve ne bodo zadostne in da bo še naprej potreben človeški faktor. Ljudje še vedno manj zaupamo tehnologiji kot človeku, čeprav so mnogi algoritmi dokazali boljše rezultate v primerjavi s posameznikovimi odločitvami. Načrtovanje pokojnine utegne v prihodnosti izgledati drugače, kar pa ne pomeni, da ne bo novih izzivov. Tržni potencial je ogromen, vseeno pa bo potrebno premagati ovire, ki bodo z novo tehnologijo nastale (Agnew & Mitchell, 2018).

Nekateri kljub mnogim prednostim niso naklonjeni varčevanju in zato izberejo možnost nesodelovanja (angl. opt-out). Takšni posamezniki lahko imajo prej omenjeno psihološko omejitev, ki ji pravimo kratkovidnost. Problem posameznikov je, da si težko predstavljajo, kakšne koristi lahko ima znesek, ki ga plačujejo danes, v prihodnosti. Danes nam sodobna

tehnologija omogoča, da lahko učinke simuliramo in tako prikažemo, kakšne koristi lahko varčevanje prinese. Te lahko predstavimo mnogo bolj nazorno in s tem dosežemo večjo psihološko povezavo s prihodnostjo, kar se odraža pri večji pripravljenosti za članstvo oziroma manj primerih nesodelovanja posameznikov (Časnik Finance, časopisno založništvo, 2015).

Podjetja, ki se že danes ukvarjajo s tem, so Ellevest, Harness Wealth in Facet Wealth. Ellevest se osredotoča na to, kako različni prihodki, vseživljenjski zaslužki, dogodki in življenjska doba vplivajo na potrebo po diskretnem investicijskem pristopu, ki pomaga ljudem uresničiti finančne cilje. Po meri narejeni investicijski načrti, ki simulirajo sprejete odločitve, dajejo posameznikom vpogled v prihodnost in omogočajo lažje razumevanje posledic, ki nastanejo zaradi naših odločitev. Harness Wealth tehnologijo uporablja za prepoznavanje finančnih priložnosti, ki so na voljo posamezniku in jih ob primernem času tudi izkoristiti. Podjetje Facet Wealth pa si prizadeva pridobiti potrošnike, ki želijo bolj osebni pristop, vendar si ne morejo privoščiti tradicionalnih podjetij za upravljanje premoženja (Maldonado, 2019).

Več kot očitno je, da se podjetja s problematiko že ukvarjajo in ji namenjajo pozornost, vseeno pa bo za pravi preboj potrebno dokazati, da podjetja dejansko lahko pomagajo posameznikom najti bolj ustrezne naložbene oblike. Problem, s katerim se podjetja soočajo je ta, da se pogoji razlikujejo po državah. Lastništvo delnic iz ameriških borz je s finančnega vidika mnogo bolj dosegljivo Američanom kot pa Evropejcem. Na ustvarjanje investicijskih načrtov vpliva tudi fiskalna politika držav, dostopnost do finančnih instrumentov in razpoložljiva sredstva posameznika v določeni državi. Podjetja, ki se ukvarjajo s tem bi morala v svoje modele vključiti vse omenjeno, kar pa bi zahtevalo zbiranje ogromne količine podatkov. Tehnologija bi lahko imela ogromen vpliv, če bi omogočala razporejanje sredstev po celotnem svetu brez dodatnih finančnih obremenitev posameznikov, ki niso iz držav v katerih je mogoče trgovati z delnicami izbranih podjetij. Danes imajo največjo vlogo pri tem banke, ki za trgovanje zaračunavajo ogromne provizije, kar mladim, ki na začetku svoje kariere ne upravljajo z velikimi vsotami denarja, predstavlja preveliko breme. Platforma, ki skuša omejiti plačevanje provizij je eTorro, kjer posameznik lahko trguje z delnicami podjetij po celem svetu. Pri eTorru želijo spremeniti tradicionalno finančno poslovanje in omogočiti trgovanje vsem povsod po svetu. Je eno izmed vodilnih finančnotehnoloških podjetij, ki omogoča razpršitev posameznikovega naložbenega portfelja po celem svetu (eTorro, brez datuma). Podjetja kot je eTorro lahko pripomorejo k preobrazbi tradicionalnega trga hkrati pa vplivajo tudi na pokojninske načrte, ki bi si jih želeli ustvariti mladi.

### **5.3 Zaključek in odgovori na raziskovalna vprašanja**

Človek je neracionalno bitje, zato je zasledovanje zgolj ekonomske teorije, ki temelji na mnogih predpostavkah, preveč tvegano. Obstaja mnogo pristranskosti, ki tako ali drugače

vplivajo na človeka. Literatura vedenjskih financ, kot tudi literatura iz psihologije, izpostavlja problem pristranskosti in raziskuje, kako jih odpraviti. Ackert in Deaves (2010) opisujeta, kako odpraviti pristranskosti. Ko so ljudje »okuženi« s pristranskostjo in je njihov kognitivni proces pod vplivom manj racionalnih faktorjev, je potrebno slediti naslednjim korakom, če se želimo tega otresti. Najprej je potrebno zavedanje pristranskosti. To dosežemo s konstantnim izobraževanjem in prebiranjem različne literature, s čimer dobimo širino. Pomembna je raznolikost tem in raznolikost medijev, ki jih uporabljamo. Mnogokrat podobne novice zasledimo v različnih medijih in so predstavljene na popolnoma različne načine. Informacije je dobro preveriti pri različnih medijih, to je še posebej pomembno pred sprejemanjem pomembnih odločitev, kot je varčevanje za starost, saj smo izpostavljeni mnogim pristranskostim. Brown (1993, str. 360) citira Thomasa Aquinasa, ki je izrekel: »Bojim se človeka, ki je prebral eno knjigo« in odlično povzame pomembnost zavedanja pristranskosti. Poleg zavedanja pristranskosti je pomembna tudi želja po njeni odstranitvi. Sledi smer in razsežnost zavedanja in na koncu zmožnost odstranitve pristranskosti. Ljudje smo podvrženi vedenjskim pristranskostim in te nas lahko zavedejo. Če je posameznik naklonjen izboljšavam, je izobraževanje učinkovita strategija. Ena izmed oblik izobraževanja je enostavno sporočanje posameznikom, da so izpostavljeni pristranskostim in jim opisati, kam jih te lahko vodijo. Ideja je posameznike predhodno posvariti, ti pa se bodo prilagodili (Ackert & Deaves, 2010).

V magistrskem delu sem si zastavil štiri raziskovalna vprašanja, na katera sem posredno odgovarjal skozi poglavja. Odgovoril sem na raziskovalno vprašanje, katere so tiste pristranskosti, ki se pojavljajo v vedenjski teoriji življenjskega cikla. Pristranskosti, ki se pojavljajo v vedenjski teoriji življenjskega cikla, sem predstavil v poglavju z enakim naslovom, ostale pristranskosti pa sem predstavil v poglavju pred tem. Pomembno je zavedanje, da na posameznikove odločitve vplivajo različne pristranskosti in da je pri odločitvah o varčevanju za starost potrebno biti pozoren tudi na tiste, ki jih nisem uvrstil v poglavje o vedenjski teoriji življenjskega cikla. Mnogo pristranskosti je povezanih in so medsebojno odvisne. S praktičnimi primeri iz različne literature sem prikazal in odgovoril na drugo raziskovalno vprašanje, kako vplivajo na odločitve, ali varčevati za starost. Ker je vsak posameznik drugačen in nanj vplivajo različne pristranskosti, sem se odločil za predstavitev širokega spektra pristranskosti, ki lahko vplivajo na izbor naložbene oblike.

Tretje raziskovalno vprašanje, kako se vedenjska teorija življenjskega cikla razlikuje od standardne teorije življenjskega cikla, predstavim v četrtem poglavju. Vedenjska teorija temelji na standardni teoriji, vendar vključuje mnoge dopolnilne faktorje, ki teorijo bolj približajo dejanskemu stanju na trgu. Vključitev psihologije in temeljev posameznikovega vedenja dajejo ekonomski teoriji novo dimenzijo razumevanja potrošnika. S predstavljenimi empiričnimi raziskavami prikazujem razliko med teorijama in kako je vedenjska bolj v skladu s tem, kar doživljamo v realnosti. Predpostavke o racionalnem človeku, ki vse oblike denarja dojema kot enakovredne, in to, da nikoli ni pod vplivom kognitivnih in čustvenih dražljajev, preveč kvarijo realno sliko. Doprinos, ki ga ima vedenjska teorija življenjskega

cikla, je v tem, da z opisovanjem in vključevanjem tako ekonomskih kot psiholoških dejavnikov lažje razumemo posameznikove odločitve in ravnanja. Poleg razumevanja pa je pomembno to, da se iz ravnanj drugih lahko učimo oziroma postanemo pozorni na pasti, ki smo jim izpostavljeni tako v vsakdanjem nakupovanju kot tudi pri odločitvah, povezanih z varčevanjem za starost.

Na četrto raziskovalno vprašanje, katere so tiste pristranskosti v vedenjski teoriji življenjskega cikla, ki vplivajo na izbor naložbene oblike, sem s prebiranjem literature ter empiričnih raziskav odgovoril mnogo težje. Posameznik se lahko v različnih situacijah znajde pod vplivom različnih pristranskosti in zato je svetovati o tem, kakšen je najbolj optimalen način varčevanja in za kakšne naložbe se naj posameznik odloča, precej delikatno. Splošnega pravila in priporočila za to ni in kar velja za nekoga, je pri drugem popolnoma irelevantno in ne prinaša enakih rezultatov. V magistrskem delu se zato nisem odločil za iskanje formule, na kakšen način bi posameznik optimalno varčeval za pokojnino, ampak za ponazoritev pristranskosti, ki smo jim izpostavljeni in se jim lahko izognemo, če se jih zavedamo. Čeprav sem v poglavju o vedenjski teoriji življenjskega cikla opisal pet pristranskosti (potrošniška vrzel, uokvirjanje, samokontrola, miselno računovodstvo in čredništvo), ki vplivajo na posameznika, ne bi mogel z gotovostjo trditi, da so te edine, ki vplivajo na izbor naložbene oblike. Moje mnenje je, da je iskanje pristranskosti, ki vplivajo na izbor naložbene oblike, zahtevno, hkrati pa tudi manj smiselno. Raje bi predlagal širjenje ozaveščenosti o varčevanju in pomembnosti poznavanja razlogov za sprejemanje določenih odločitev. S prebiranjem literature sem spoznal, da sem bil tudi sam pod vplivom različnih pristranskosti, za katere niti nisem vedel. Njihovo poznavanje je vplivalo na moje življenjske odločitve, pred katerimi sedaj lažje opazim trženjske, medijske in družbene pasti, ki sem jim v preteklosti nasedal.

## **SKLEP**

Vedenjske pristranskosti pri odločitvah, povezanih z varčevanjem za starost, so pomemben dejavnik, ki vpliva na posameznika. Razvoj pokojninskih sistemov se je začel več stoletij nazaj in čeprav se je na začetku ideja za pokojnino pojavila, da se upokojeni vojaki ne bi zoperstavili sistemu, je kasneje bistvo postalo to, da se upokojencem omogoči dostojno življenje do smrti. Pokojnine, kot jih poznamo danes, so bile zasnovane nekaj desetletij nazaj in zaradi demografskih sprememb postajajo čedalje bolj pomembna politična tema. Staranje prebivalstva vpliva na to, da je izplačevanje pokojnin posameznikom daljše, hkrati pa se ne povečuje število delovnega prebivalstva, ki bi zagotavljalo sredstva za pokojnine. Posledično se viša starost za upokojitev, vse večje breme pa morajo nositi svojci starostnika. Naložbene oblike, ki jih poznamo danes, nam omogočajo različne načine varčevanja za starost. Države se zavedajo, da sredstva, ki jih starostnik dobi iz naslova pokojnin, velikokrat ne omogočajo dostojnega življenja v pokoju, zato z različnimi davčnimi olajšavami spodbujajo tudi samostojno varčevanje za starost.

Poglavje o vedenjskih financah služi kot uvod v bolj podroben opis posameznih pristranskosti, poleg tega pa predstavim razliko med racionalnim potrošnikom in običajnim potrošnikom. Ljudje smo pod nenehnim vplivom okolice, prijateljev in znancev ter različnih oblik medijev, ki nam podajajo informacije. Posledično je racionalno obnašanje posameznika otežen proces, ki je težko uresničljiv v realnosti. Poleg čustvenih in kognitivnih dražljajev okolice je za posameznika zelo pomembno tudi to, kako zaznava premoženje v različnih oblikah. Posameznik, ki varčuje za starost, bo lažje sprejemal odločitve, če bo razumel, da so značilnosti, ki jih ima racionalen človek v ekonomski teoriji, težko dosegljive in se bo raje osredotočil na spoznavanje in opazovanje svojega vedenja v posameznih situacijah. S splošnim opisom in primerjavo racionalnega in običajnega potrošnika sem postavil osnovo za predstavitev pristranskosti, ki jih pri sebi lahko opazi posameznik in mu pomagajo pri razumevanju odločitev, ki jih sprejema.

S predstavitvijo naložbenih oblik sem prikazal, katere so tiste, ki so posamezniku na voljo. Obstaja mnogo oblik, ki se lahko razčlenijo v mnogo dodatnih možnosti, bolj prilagojenih vsakemu posamezniku in njegovim preferencam. S predstavitvijo posameznih oblik po državah sem prikazal, da se te po državah razlikujejo in da zaradi specifičnosti pravnega in davčnega sistema ne delujejo vse oblike v vseh državah. Pokojninski sistem v Sloveniji je primerljiv z mnogimi sistemi v tujih državah, vendar pa ima, tako kot tudi ostali sistemi, svoje posebnosti. Država se sama odloča, kakšen je delež, ki ga morata delodajalec in delojemalec odvajati mesečno za pokojninski sistem, prav tako je določena višina zneska, ki se ga lahko odvaja preko dodatnega pokojninskega zavarovanja. Še pomembnejša pa je starost, potrebna za upokojitev, ki se v zadnjih letih zvišuje, vendar imamo v Sloveniji še vedno nižjo upokojitveno starost kot v ostalih državah. Ponudba naložbenih oblik se po državah močno razlikuje, razlika pa je tudi v tem, ali so za naložbene oblike bolj zadolžene države same ali pa je to odvisno od delodajalcev in predvsem zaposlenih. ZDA spadajo med države z mnogimi naložbenimi oblikami, ki so na voljo posameznikom in za katere se odločajo sami. V Evropi sodelujejo tudi države same, mnogokrat pa so za to zadolženi delodajalci. Menim, da je dobre prakse mogoče zaslediti na Finskem, Norveškem in v Švici, kjer je zakonsko določeno, da mora delodajalec ustanoviti pokojninske načrte za svoje zaposlene. Ker je to obvezno, je delodajalcem v interesu, da skušajo najti najbolj donosne oblike za svoje zaposlene, hkrati pa jim obvezna udeležba zaposlenih zagotavlja zadostna sredstva za investiranje. Zanimiv pristop ima tudi Danska, kjer so zaposleni vključeni v državno financirane načrte, vendar pa imajo posledično na Danskem izjemno visoke davke. Zaposleni so v vseh omenjenih državah zaščiteni pred pristranskostim kot je odlašanje s pričetkom varčevanja ali status nedejavnosti.

V magistrskem delu sem z analizo obstoječe literature ustvaril pregled pristranskosti, ki morebitno vplivajo na naše odločitve, kar so pokazale tudi številne raziskave. Cilj je bil izpostaviti pomen vedenjskih pristranskosti pri odločitvah, povezanih z varčevanjem za starost. S primerjavo dveh teorij, standardne in vedenjske, sem prikazal razliko med racionalnim človekom, ki je pogosto predmet obravnave v klasični ekonomski teoriji, in

običajnim človekom, ki sodeluje na trgu in se mnogokrat odloča neracionalno. Zavedanje, da mnogo naših odločitev ni naključnih in da za njih obstaja razlaga, je nekaj, kar sem želel v magistrskem delu posebej izpostaviti. Kratki testi, s katerimi se lahko testirajo posamezne pristranskosti, kažejo na to, da se kljub hitro spreminjajočim dogajanjem na trgih in količino informacij, ki smo jim izpostavljeni, v posameznih situacijah lahko napove vedenje posameznika.

Metodologija, uporabljena v magistrskem delu, ne temelji na empirični raziskavi, ki bi jo naredil s pomočjo poglobljenih intervjujev, anket ali analiz večje količine podatkov. Magistrsko delo temelji na poglobljenem teoretično-analitičnem pregledu strokovne literature različnih slovenskih in tujih avtorjev. Raziskovanje vedenja in vedenjskih pristranskosti pri odločitvah, povezanih s starostjo, mi je predstavljalo velik izziv. Pred pričetkom raziskovanja sem si zastavil mnogo vprašanj glede metode, ki jo želim uporabiti v magistrskem delu. Poglobljeni intervjuji in ankete se mi niso zdeli smiselni iz več razlogov. Najbolj pomemben je bil ta, da bi z izbiro posameznikov za intervjuje in ankete sam preveč vplival na končne rezultate. Že pred zasnovo intervjuja sem spoznal, da bi intervjuvanec ali anketiranec, zaposlen v veliki multinacionalki, na moja vprašanja odgovarjal popolnoma drugače kot nekdo iz vasi, v kateri živim. Odločitev in izbira, za katero skupino se naj odločim in jo analiziram, ne bi prinesla rezultatov, ki bi prinašali realno sliko in splošen pregled obravnavane tematike. Analizo večje količine podatkov pa sem raje posredno naredil s pregledom različnih obstoječih empiričnih raziskav.

Poglavje o priporočilih za pravočasno in optimalno varčevanje je sestavljeno iz teoretičnih predlogov in mojih osebnih priporočil, ki temeljijo na teoretičnih izhodiščih in do katerih sem prišel s preučevanjem prebrane literature. Upoštevanje priporočil ne prinaša gotovega uspeha pri načrtovanju varčevanja za starost, ampak so smernice, ki nam lahko pomagajo pri sprejemanju odločitev. S priporočili želim, bolj kot končno rešitev, predlagati način, kako naj se posameznik loti varčevanja za starost. V poglavje o priporočilih vključim tudi, kako bi lahko s pomočjo tehnologije varčevanje za pokojnino izgledalo v prihodnosti. Tehnologija ima mnogo pozitivnih strani, vseeno pa je potrebno razmišljati tudi o tem, ali so ljudje večji uporabe tehnologije, kar je lahko težava predvsem pri starejši populaciji. Nezanemarljivo je tudi dejstvo, da ljudje bolj kot tehnologiji še vedno zaupamo ljudem, zato popolna nadomestitev ljudi s tehnologijo ni nekaj, za kar si prizadevajo podjetja, ki želijo s pomočjo tehnologije in prebojnimi inovacijami prodreti na trg varčevanja za pokojnino. Čeprav so opisane pristranskosti v magistrskem delu namenjene raziskovanju tega, kako vplivajo na odločitve o varčevanju za starost, pa nam njihovo poznavanje lahko koristi tudi pri drugih življenjskih odločitvah. Predvsem pa bomo s poznavanjem vedenja lažje razumeli druge in bili bolj strpni.

## LITERATURA IN VIRI

1. Ackert, L. F. & Deaves, R. (2010). *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*. Ohio: South-Western, Cengage Learning.
2. Agnew, J. & Mitchell, O. S. (2018). How FinTech is Reshaping the Retirement Planning Process. V J. Agnew & O. S. Mitchell (ur.). *The Disruptive Impact of FinTech on Retirement Systems*. Oxford: Oxford University Press.
3. Ando, A. & Modigliani, F. (1963). The »Life Cycle Hypothesis« of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, 53(1), 55–84.
4. Ariely, D. & Wertenbroch, K. (2002). Procrastination, Deadlines, and Performance: Self-Control by Precommitment. *Psychological Science*, 13(3), 219–224.
5. Babalos, V., Balcilar, M. & Gupta, R. (2015). Herding behavior in real estate markets: Novel evidence from a Markov-switching model. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 8, 40–43.
6. Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
7. Barber, B. M. & Odean, T. (2005). Individual Investors. V R. H. Thaler (ur.), *Advances in Behavioral Finance* (2. izd.) (str. 543–569). New York: Russell Sage Foundation.
8. Baumeister, R. F. (2002). Yielding to Temptation: Self-Control Failure, Impulsive Purchasing, and Consumer Behavior. *Journal of Consumer Research*, 28(4), 670–676.
9. Benartzi, S. & Thaler, R. H. (1999). Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments. *Management Science*, 45(3), 364–381.
10. Benartzi, S. & Thaler, R. H. (2005a). Naive diversification strategies in defined contribution savings plans. V R. H. Thaler (ur.), *Advances in Behavioral Finance* (2. izd.) (str. 543–569). New York: Russell Sage Foundation.
11. Benartzi, S. & Thaler, R. H. (2005b). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. V R. H. Thaler (ur.), *Advances in Behavioral Finance* (2. izd.) (str. 543–569). New York: Russell Sage Foundation.
12. Benartzi, S. & Thaler, R. H. (2007). Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. *Journal of Economic Perspectives*, 21(3), 81–104.
13. Berk Skok, A., Čok, M., Košak, M. & Sambt, J. (2013). The Role of Asset Allocation Decisions in planning for a Private Pensions: The Case of Slovenia. *Economic and Business Review*, 15(2), 79–112.
14. Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4. izd.). London: Pearson.
15. Bogan, V. L. (2015). Household Asset Allocation, Offspring Education, and the Sandwich Generation. *American Economic Review*, 105(5), 611–615.
16. Bordalo, P., Gennaioli, N. & Shleifer, A. (2013). Salience and Consumer Choice. *Journal of Political Economy*, 121(5), 803–843.
17. Brown, C. (1993). *The Portable Twentieth-Century Russian Reader*. New York: Penguin Group.



18. Brown, N. C., Wei, K. D. & Wermers, R. (2014). Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices. *Management Science*, 60(1), 1–20.
19. Browning, C., Guo, T., Cheng, Y. & Finke, M. S. (2016). Spending in Retirement: Determining the Consumption Gap. *Journal of Financial Planning*, 29(2), 42–53.
20. Burton, E. T. & Shan, S. N. (2013). *Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*. New Jersey: John Wiley & Sons.
21. Carlson, K., Kim, J., Lusardi, A. & Camerer, C. F. (2015). Bankruptcy Rates among NFL Players with Short-Lived Income Spikes. *American Economic Review*, 105(5), 381–384.
22. Cartwright, E. (2018). *Behavioral Economics* (3. izd.). New York: Routledge.
23. Chen, T. (2013). Do Investors Herd in Global Stock Markets? *Journal of Behavioral Finance*, 14(3), 230–239.
24. Clark, R. L., Craig, L. A. & Wilson, J. W. (2003). *A History of Public Sector Pensions in the United States*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
25. DeMarzo, P. M., Kaniel, R. & Kremer, I. (2008). Relative Wealth Concerns and Financial Bubbles. *Review of Financial Studies*, 21(1), 19–50.
26. Dessaint, O. & Matray, A. (2017). Do managers overreact to salient risks? Evidence from hurricane strikes. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 97–121.
27. Dolenc, P. (2011). The Pension System in Slovenia in Light of Current International Macroeconomic Changes and Trends. *South East European Journal of Economics and Business*, 6(1), 13–21.
28. Duxbury, D. (2015). Behavioral finance: insight from experiments II: biases, moods and emotions. *Review of Behavioral Finance*, 17(2), 151–175.
29. eToro. (brez datuma). *Innovating. Reinventing. Disrupting*. Pridobljeno 16. maja 2020 iz <https://www.etero.com/about/>
30. eUPRAVA Republike Slovenije. (brez datuma). *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*. Pridobljeno 13. aprila 2020 iz <https://e-uprava.gov.si/podrocja/delo-upokojitev/upokojitev/prostovoljno-dodatno-pokojninsko-zavarovanje.html>
31. European Commission. (brez datuma). *Taxation and Customs Union*. Pridobljeno 24. novembra 2019 iz [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/tedb/legacy/taxDetail.html?id=715/1424159344&taxType=PIT](http://ec.europa.eu/taxation_customs/tedb/legacy/taxDetail.html?id=715/1424159344&taxType=PIT)
32. European Parliamentary Research Service. (2019). *Demographic outlook for the European Union 2019*. Pridobljeno 13. novembra 2019 iz [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/637955/EPRS\\_IDA\(2019\)637955\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/637955/EPRS_IDA(2019)637955_EN.pdf)
33. Eurostat. (2019). *Struktura in staranje prebivalstva*. Pridobljeno 5. oktobra 2019 iz [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population\\_structure\\_and\\_ageing/sl#Dele.C5.BE\\_starej.C5.A1ih\\_.C5.A1e\\_vedno\\_nara.C5.A1.C4.8Da](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population_structure_and_ageing/sl#Dele.C5.BE_starej.C5.A1ih_.C5.A1e_vedno_nara.C5.A1.C4.8Da)
34. Ferk, B. (2014). *Projekcija prebivalstva Europop2013*. Pridobljeno 17. novembra 2019 iz [https://www.zsss.si/wp-content/uploads/2016/07/SURS\\_Ferk\\_projekcije.pdf](https://www.zsss.si/wp-content/uploads/2016/07/SURS_Ferk_projekcije.pdf)

35. Časnik Finance, časopisno založništvo d. o. o. (2015). Začel bom varčevati za pokojnino! Ampak jutri. *FinancePro*. Pridobljeno 13. aprila 2020 iz <https://pro.finance.si/POKOJNINA/8823141/Zacel-bom-varcevati-za-pokojnino-Ampak-jutri>
36. Folger, J. (2019). *Self-Directed IRA (SDIRA)*. Pridobljeno 15. novembra iz <https://www.investopedia.com/terms/s/self-directed-ira.asp>
37. Galariotis, E. C., Rong, W. & Spyrou, S. I., (2015). Herding on fundamental information: A comparative study. *Journal of Banking & Finance*, 50, str. 589–598.
38. Gangaramany, A. (2013, 7. april). *Dustin Hoffman's Mental Accounting*. Pridobljeno 12. februarja 2020 iz <https://www.youtube.com/watch?v=t96LNX6tk0U>
39. Georgetown University Law Center. (2010). *A Timeline of the evolution of Retirement in the United States*. Pridobljeno 1. novembra 2019 iz <http://scholarship.law.georgetown.edu/legal/50>
40. Gianasso, A. (2019). A Brief History of Pensions [objava na blogu]. Pridobljeno 31. oktobra 2019 iz <http://www.damgoodpensions.com/blog/a-brief-history-of-pensions/>
41. Hayes, A. (2019). Defined-Contribution Plan. *Investopedia*. Pridobljeno 22. decembra 2019 iz <https://www.investopedia.com/terms/d/definedcontributionplan.asp>
42. Haslem, J. A. (2010). *Mutal funds: portfolio structures, analysis, management, and stewardship*. New Jersey: John Wiley & Sons.
43. Henry, E. (2008). Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407.
44. Herbay, von A. (2014). Otto Von Bismarck is not the origin of Old Age at 65. *The Gerontologist*, 54(1), 5.
45. Hirshleifer, D. (2015). Behavioral Finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 133–159.
46. Internal Revenue Service. (2019a). *401(k) Plan Overview*. Pridobljeno 23. decembra 2019 iz <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/401k-plan-overview>
47. Internal Revenue Service. (2019b). *Retirement Topics – 401(k) and Profit-Sharing Plan Contribution Limits*. Pridobljeno 23. decembra 2019 iz <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-participant-employee/retirement-topics-401k-and-profit-sharing-plan-contribution-limits>
48. Internal Revenue Service. (2020). *Retirement Topics – Required Minimum Distributions (RMDs)*. Pridobljeno 9. maja 2020 iz <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-participant-employee/retirement-topics-required-minimum-distributions-rmds>
49. Jeffrey, H. J. & Putman, A. O. (2013). The Irrationality Illusion: A New Paradigm for Economics and Behavioral Economics. *Journal of Behavioral Finance*, 14(3), 161–194.
50. Kagan, J. (2019a). Individual Retirement Account (IRA). *Investopedia*. Pridobljeno 27. novembra 2019 iz <https://www.investopedia.com/terms/i/ira.asp>

51. Kagan, J. (2019b). Keogh Plan. *Investopedia*. Pridobljeno 22. decembra 2019 iz <https://www.investopedia.com/terms/k/keoghplan.asp>
52. Kagan, J. (2019c). What is a 401(k) Plan. *Investopedia*. Pridobljeno 23. decembra 2019 iz <https://www.investopedia.com/terms/1/401kplan.asp>
53. Kagan, J. (2019d). 401(k) Plans: The Complete Guide. *Investopedia*. Pridobljeno 24. decembra 2019 iz <https://www.investopedia.com/terms/1/401kplan.asp>
54. Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.
55. Kahneman, D. & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4), 341–350.
56. Kapoor, S. & Prosad, J. M. (2017). Behavioural Finance: A Review. *Procedia Computer Science*, 122, 50–54.
57. Kitces, M. (2016). Why most retirees will never draw down their retirement portfolio [objava na blogu]. Pridobljeno 19. januarja 2020 iz <https://www.kitces.com/blog/consumption-gap-in-retirement-why-most-retirees-will-never-spend-down-their-portfolio/>
58. Klassen, R. M., Krawchuk, L. L., Lynch, S. L. & Rajani, S. (2008). Procrastination and Motivation of Undergraduates with Learning Disabilities: A Mixed-Methods Inquiry. *Learning Disabilities Research & Practice*, 23(3), 137–147.
59. Levin, L. (1998). Are assets fungible? Testing the behavioral theory of life-cycle savings. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 36, 59–83.
60. Liberto, D. (2019). 457 Plan. *Investopedia*. Pridobljeno 22. decembra 2019 iz <https://www.investopedia.com/terms/1/457plan.asp>
61. Lobão, J. (2016). *Behavioural Corporate Finance*. Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing.
62. Maldonado, C. (2019). *How Three FinTech Startups Are Disrupting Retirement Planning, Blending Human and Tech*. Pridobljeno 13. aprila 2020 iz <https://www.forbes.com/sites/camilomaldonado/2019/10/20/how-three-fintech-startups-are-disrupting-retirement-planning-blending-human-and-tech/#2c0bb30152dc>
63. Merker, C. K. & Peck, S. W. (2019). *The Trustee Governance Guide: The Five Imperatives of 21<sup>st</sup> Century Investing*. Cham: Palgrave Macmillan.
64. Merriam-Webster. (brez datuma). *Financial Definition of IRA*. Pridobljeno 9. maja 2020 iz <https://www.merriam-webster.com/dictionary/IRA>
65. Ministry of Finance, RS. (2017). *Country fiche on pension for the Republic of Slovenia – the 2018 round of projections for the Ageing Working Group, November 2017*. Pridobljeno 24. novembra 2019 iz [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/final\\_country\\_fiche\\_si.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/final_country_fiche_si.pdf)
66. Mischel, W., Ebbesen, E. B. & Raskoff Zeiss, A. (1972). Cognitive and attentional mechanisms in delay of gratification. *Journal of Personality and Social Psychology*, 21(2), 204–218.

67. Modigliani, F. & Brumberg, R. (2013). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. V K. K. Kurihara (ur.), *Post-Keynesian Economics* (str. 388–436). Hoboken: Routledge.
68. Moffitt, T.E., Arseneault, L., Belsky, D., Dickson, N., Hancox, R.J., Harrington, H., Houts, R., Poulton, R., Roberts, B. W., Ross, S., Sears, M. R., Thomson, W. M. & Caspi, A. (2011). A gradient of childhood self-control predicts health, wealth, and public safety. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 108(7), 2693–2698.
69. Munnell, A. H., Golub-Sass, F. & Webb, A. (2011). Center for retirement research at Boston College. *How much to save for a secure retirement*. Pridobljeno 23. februarja 2020 iz [https://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2011/11/IB\\_11-13-508.pdf](https://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2011/11/IB_11-13-508.pdf)
70. Northcraft, G. B. & Neale, M. A. (1987). Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39, 84–97.
71. OECD. (2017). *OECD Economic Surveys: Slovenia 2017*. Paris: OECD Publishing.
72. OECD. (2019). *Pension Markets in Focus*. Pridobljeno 16. februarja 2020 iz <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>
73. Pension plan. (brez datuma). V *Cambridge Dictionary*. Pridobljeno 1. decembra 2019 iz <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/pension-plan>
74. Phang, S. E. (2008). *Roman Military Service: Ideologies of Discipline in the Late Republic and Early Principate*. New York: Cambridge University Press.
75. Poterba, J. M., Venti, S. F. & Wise, D. A. (2011). *The Drawdown of Personal Retirement Assets*. Pridobljeno 28. januarja 2020 iz <https://www.nber.org/papers/w16675.pdf>
76. Sahi, S. K. (2015). Investor Biases in Financial Decisions. V Copur, Z. (ur.), *Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies: Decision Making in the Financial Industry* (str. 147–169). Hershey PA: Business Science Reference (an imprint of IGI Global).
77. Samuelson, W. & Zeckhauser, R. (1988). Status Quo Bias and Decision Making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7–59.
78. Scharfstein, D. S. & Stein, J. C. (1990). Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 80(3), 465 – 479.
79. Schooley, D. K. & Worden, D. D. (2008). A Behavioral Life-Cycle Approach to Understanding the Wealth Effect: The influence of wealth on spending depends on the type of wealth and who holds it. *Business Economics*, 43(2), 7–15.
80. Schooley, D. K. & Worden, D. D. (2013). Accumulating and spending retirement assets: A behavioral finance explanation. *Financial Services Review*, 22, 173–186.
81. Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. New York: Oxford University Press.
82. Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253–282.
83. Shefrin, H. M. & Thaler, R. H. (1988). The behavioral life-cycle hypothesis. *Economic Inquiry*, 26(4), 609–643.

84. Smith, R. (2018). *These countries have the most generous pensions*. Pridobljeno 16. februarja 2020 iz <https://www.weforum.org/agenda/2018/02/retirees-in-these-countries-receive-100-of-a-working-salary/>
85. Statistični urad Republike Slovenije. (2019). *Prebivalstvo*. Pridobljeno 17. novembra 2019 iz <https://www.stat.si/StatWeb/Field/Index/17>
86. Statistični urad Republike Slovenije. (2018). *Statøpis: Statistični pregled Slovenije 2018*. Ljubljana: Statistični Urad Republike Slovenije.
87. Statman, M. (2014). Behavioral finance: finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14, 65–73.
88. Statman, M. (2017a). *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave*. New York: Oxford University Press.
89. Statman, M. (2017b). Standard and Behavioral Life-Cycle Theories and Public Policy. *The Journal of Retirement*, 5(2), 12–15.
90. Stephan, E. & Kiell, G. (2017). Decision processes in professional investors: Does expertise guard against judgmental biases? *Zeitschrift für Arbeitswissenschaft*, 71(3), 142–156.
91. Stephen, D., Shivaram, R. & Gregory, W. B. (2015). *Who Gets Swindled in Ponzi Schemes?* Pridobljeno 15. februarja 2020 iz [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2586490](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2586490)
92. Strömbäck, C., Lind, T., Skagerlund, K., Västfjäll, D. & Tinghög, G. (2017). Does self-control predict financial behavior and financial well-being? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 14, 30–38.
93. Szyszka, A. (2013). *Behavioral Finance and Capital Markets: How Psychology Influences Investors and Corporations*. New York: Palgrave Macmillan.
94. Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183–206.
95. Trejos, C., Deemen, A. V., Rodríguez, Y. E. & Gómez, J. M. (2019). Overconfidence and disposition effect in the stock market: A micro world based setting. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 21, 61–69.
96. Tversky, A. & Kahneman, D. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207–232.
97. Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
98. Tversky, A. & Kahneman, D. (1986). Rationale Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 59(4), S251–S278.
99. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2019). *Dolgoročne projekcije izdatkov za pokojnine – način in metodologija priprave v okviru delovne skupine za staranje (AWG)*. Pridobljeno 17. novembra 2019 iz [http://www.umar.gov.si/publikacije/single/publikacija/news/dolgorocne-projekcije-izdatkov-za-pokojnine-nacin-in-metodologija-priprave-v-okviru-delovne-skupin/?tx\\_news\\_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx\\_news\\_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=3c2686d2a6fec83a3256fb1391dfd412](http://www.umar.gov.si/publikacije/single/publikacija/news/dolgorocne-projekcije-izdatkov-za-pokojnine-nacin-in-metodologija-priprave-v-okviru-delovne-skupin/?tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=3c2686d2a6fec83a3256fb1391dfd412)

100. United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division. (2019). *World Population Prospects 2019: Highlights*. Pridobljeno 10. November 2019 iz [https://population.un.org/wpp/Publications/Files/WPP2019\\_Highlights.pdf](https://population.un.org/wpp/Publications/Files/WPP2019_Highlights.pdf)
101. U.S. Securities and Exchange Commission. (2018). *Investor Alert: Self-Directed IRAs and the Risk of Fraud*. Pridobljeno 15. novembra 2019 iz <https://www.sec.gov/investor/alerts/sdira.html>
102. Vara, V. (2013). The Real Reason for Pensions. *The New Yorker*. Pridobljeno 1. novembra 2019 iz <https://www.newyorker.com/business/currency/the-real-reason-for-pensions>
103. Weisman, M. L. (1999). The History of Retirement, From Early Man to A.A.R.P. *The New York Times*, 15, 19.
104. Whitehouse, E. (2014). Earnings related schemes: Design, options and experience [PowerPoint]. Pridobljeno 16. februarja 2020 iz [https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Event/pensions/3.%20Whitehouse\\_Basic%20pensionomics%20v5.pdf](https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Event/pensions/3.%20Whitehouse_Basic%20pensionomics%20v5.pdf)
105. Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije. (brez datuma). *Obrazci za vlaganje prijav, sprememb in odjav v obveznih socialnih zavarovanjih*. Pridobljeno 10. maja 2020 iz <https://zavezanec.zzzs.si/wps/portal/portal/azap/prijava-odjava-sprememba-obvez-soc-zavarovanj/obrazci-in-nacin-vlozitev-vloge>