

Irracjonalność zachowań inwestorów giełdowych

Wstęp

Zastosowanie koncepcji marketingowej w gospodarce przechodzi ewolucję od marketingu produktów do idei. Uniwersalność narzędzi marketingowych powoduje zainteresowanie nimi ze strony nowych dziedzin. W ostatnich latach obserwuje się wzrost zainteresowania ze strony spółek notowanych na giełdzie marketingiem inwestorskim. Ważnym obszarem marketingu inwestorskiego jest badanie zachowania inwestorów na rynkach finansowych. Rynki finansowe stają się coraz bardziej złożone i trudne do zrozumienia. Skutkiem jest pojawienie się wiele niepewności, nieufności i lęku, które spotęgowały wydarzenia ostatnich lat na giełdach światowych. Inwestowanie na giełdzie nierozłącznie jest związane z ponoszeniem ryzyka, stąd niezmiernie istotne jest poznanie zachowań inwestorów giełdowych. Na rynkach finansowych proces podejmowania decyzji inwestycyjnych jest uwarunkowany wieloma czynnikami. Wśród nich istotną rolę, obok czynników ekonomicznych, odgrywają uwarunkowania psychologiczne. Rozwój finansów behawioralnych jest dowodem na postrzeganie emocji, jako istotnego czynnika wpływającego na decyzje inwestorów giełdowych. Celem artykułu jest przedstawienie irracjonalnego aspektu towarzyszącego inwestorom giełdowym w podejmowaniu decyzji na giełdzie.

1. Interpretacja racjonalności i irracjonalności

W teorii ekonomii przez długi okres uważano, że ludzie podejmują racjonalne decyzje oraz, że w prognozowaniu przyszłości starają się być obiektywni. W podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przydatna była głównie teoria racjonalności oparta na sformalizowanej analizie i niezmiennych prawach rynku [Nofsinger, 2006, s. 9–11]. Zakładała ona racjonalność postępowania inwestorów [Jajuga, 2006, s. 213–215]. Zgodnie z tą teorią racjonalny inwestor poprawnie odbiera napływające informacje z otoczenia i na ich podstawie szacuje prawdopodobieństwo wystąpienia przyszłych zdarzeń [Szyszka, 2009, s. 15–16]. W myśl neoklasycznej teorii finansów racjonalny inwestor postępuje według dwóch zasad.

* Dr hab. prof. UG, Katedra Marketingu, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański

Po pierwsze, jest skłonny podjąć ryzyko, jeżeli ma szansę uzyskać dzięki temu dodatkowe korzyści. Po drugie, dokonuje wyborów, aby maksymalizować oczekiwaną użyteczność.

Sławiński zwraca uwagę na trochę inną interpretację racjonalności w finansach. W teorii finansów słowo racjonalność zachowań inwestorów jest węższe niż w języku potocznym. Decyzje racjonalne w rozumieniu potocznym to takie, które opierają się na dostępnej przez jednostkę wiedzy oraz są określane przez konkretne czynniki otoczenia. Natomiast racjonalność inwestorów giełdowych polega na podejmowaniu decyzji na podstawie swoich oczekiwań dotyczących przyszłego kształtowania się czynników fundamentalnych [Sławiński, 2006, s. 159].

Racjonalność inwestorów ma swoje ograniczenia po stronie wiedzy, jak i otoczenia, jest więc ograniczona i względna [Zatwarnicka-Madura, 2009, s. 11]. Zjawiskami, które dowodzą ograniczoności racjonalnych aspektów inwestowania na giełdzie, są powtarzające się bańki spekulacyjne na rynkach finansowych, czy powszechne stosowanie analizy technicznej przez inwestorów w celu przewidywania przyszłych trendów cenowych. Należy również podkreślić, że inwestowanie na giełdzie nierozłącznie wiąże się z informacją, a do niej nie wszyscy inwestorzy mają jednakowy dostęp. Lukę, jaką pozostawia asymetria informacji, mogą wypełnić emocje.

Do pewnego momentu nauka o finansach odrzucała tezę, że psychika jednostki może wpływać na decyzje inwestycyjne. Wprowadzenie elementu behawioralnego do ekonomii odbyło się ponad 50 lat temu za sprawą Herberta Simona i Williama Edwarda. Jednak przyznanie nagrody Nobla w 2002 roku z zakresu ekonomii, psychologom Danielowi Kahnemanowi oraz Amosowi Tversky'emu, za prace nad irracjonalnością podejmowania decyzji przez jednostki, wzbudziło zainteresowanie psychologicznymi aspektami podejmowania decyzji. Udowodnili oni, że decyzje podejmowane przez ludzi w warunkach niepewności mogą odbiegać od tych, które przewidywały teorie ekonomiczne. Ich zdaniem inwestorzy przywiązują większą wagę do strat niż zysków, wykazując relatywnie silną awersję do ponoszenia strat. Awersja do strat powoduje, że reakcje inwestorów na zyski czy straty są niesymetryczne. Satisfakcja z osiągnięcia niewielkiego zysku jest na tyle duża, że inwestor sprzedaje akcje. Poniesienie strat wywołuje natomiast negatywne emocje, np. wstyd, co często skutkuje przetrzymywaniem akcji przynoszących straty w nadziei ich odrobienia w przyszłości.

Przedstawiciele finansów behawioralnych uważają, że ludzie w warunkach niepewności podejmują decyzje pod wpływem emocji, jakie ta niepewność tworzy. W finansach behawioralnych zakłada się irracjonalność postępowania inwestora na rynku i niemożność podjęcia przez niego jednoznacznej decyzji opartej jedynie na wiedzy, gdyż każda transakcja jest obciążona mniejszą lub większą dozą niepewności i ryzyka. Teoria o racjonalności zachowań inwestorów została poszerzona więc o aspekty psychologiczne.

W ciągu ostatnich dziesięcioleci pojawiło się wiele dowodów na to, że inwestorzy mogą zachowywać się irracjonalnie. Z psychologicznego punktu widzenia „zachowania irracjonalne to takie, które wyrażają spontaniczną reakcję (emocję, namiętność, odruch) a nie wypływają z przemyślanych decyzji podjętych z udziałem woli” [Zatwarnicka-Madura, 2009, s. 12]. Według *Słownika języka polskiego* irracjonalnie oznacza nie opieranie się na przesłankach rozumowych, czyli pozbawionych pierwiastków racjonalnych, niedający się racjonalnie uzasadnić [*Słownik języka polskiego*, 1984, t. 1, s. 807].

B. Zatwarnicka-Madura zwraca uwagę na występowanie różnicy pomiędzy słowami irracjonalny a nieracjonalny. Według niej irracjonalność nie jest synonimem nieracjonalności. Nieracjonalność dotyczy podejmowanie decyzji bez udziału rozumu, natomiast irracjonalność jest skutkiem emocji, które w danym momencie przeważają nad logicznym rozumowaniem. *Słownik języka polskiego* nie potwierdza takiego rozróżnienia, gdyż jak podaje nieracjonalny, to znaczy, że nie jest oparty na racjonalnych podstawach [*Słownik języka polskiego*, 1984, t. 2, s. 355]. Taka forma definicji w istocie niczego nie wyjaśnia. W finansach oraz potocznie operuje się pojęciem nieracjonalności także w rozumieniu irracjonalności.

Należy zauważyć, że występująca asymetria informacji pomiędzy spółkami notowanymi na giełdzie a inwestorami powoduje nierówny dostęp tych drugich do informacji niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnej, co otwiera pole dla działań irracjonalnych.

Na decyzję zakupu czy sprzedaży akcji na giełdzie mogą wpływać takie emocje, jak strach, panika, wstyd, duma, radość, euforia itd. Emocjami tłumaczy się, dlaczego w okresach euforii na giełdzie większość inwestorów kupuje akcje, a w okresach paniki gwałtownie je wyprzedaje. Współcześnie, kiedy rynki charakteryzują się dużą niepewnością i zmiennością, podejmowanie racjonalnych decyzji jest dodatkowo

utrudnione, istnieje więc przestrzeń dla emocji. W przypadku inwestycji na giełdzie zarówno inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni poddają się emocjom. Inwestorzy, podobnie jak konsumenci często zachowują się nieracjonalnie, a w swoich ocenach dotyczących przyszłości popełniają błędy.

Inwestorzy są bombardowani przez różne bodźce na temat giełdy poprzez zmysły słuchu, wzroku. Na interpretację tych bodźców mają wpływ czynniki, takie jak np. indywidualne zdolności, doświadczenie, osobowość, wiek, wykształcenie, inteligencja, a nawet nastrój. Selektywne spostrzeganie odzwierciedla indywidualną tendencję do rejestrowania pewnych bodźców lub interpretowanie innych z punktu widzenia osobistych doświadczeń inwestora. Jeżeli inwestor osiągnął zysk na danej spółce, to każdą informację o tej spółce będzie odbierał pozytywnie, pomniejszając lub odrzucając informacje negatywne. Chociaż należy podkreślić, że inwestorzy mogą odchodzić od dotychczasowych doświadczeń, uprzedzeń i zastępować je innym, gdyż ludzka percepcja jest selektywna. Z natłoku informacji giełdowych inwestor może wybierać te, które są zgodne z jego opiniami, a pomijać niewygodne dla niego sygnały płynące z rynku. Przykładem może być euforia panująca na światowych rynkach w 2007 roku, mimo napływających sygnałów o występowaniu bańki spekulacyjnej na rynku mieszkaniowym.

2. Istota i funkcje emocji

Według *Encyklopedii Powszechnej* emocja to „specyficzny proces regulacji psychicznej uruchamiany przez bodźce mające znaczenie dla jednostki; wyraża się zmianą poziomu ogólnej mobilizacji organizmu (pobudzenie emocjonalne), ma znak (dodatni – odczucie przyjemności, ujemny – odczucie przykrości), określoną treść i formę ekspresji (...)” [*Encyklopedia PWN w trzech tomach*, t. 1, 1999, s. 563].

Współcześni psychologowie, zdaniem Gerriga i Zimbarda, definiują emocje jako „złożony wzór zmian cielesnych i psychicznych, obejmujących pobudzenie fizjologiczne, uczucia, procesy poznawcze, widoczne sposoby ekspresji (w tym poprzez mimikę twarzy i postawę ciała) i specyficzne reakcje behawioralne pojawiające się w odpowiedzi na sytuację postrzeganą jako ważną dla danej osoby” [Gerrig, Zimbardo, 2009, s. 386]. Ta definicja z punktu widzenia analizy emocji, jako czynnika wpływającego na decyzje inwestorów giełdowych, jest mało przydatna.

Według A. Falkowskiego i T. Tyszki „Emocje, afekt lub uczucia są świadomie doświadczanym, subiektywnym stanem psychicznym towarzyszącym naszym codziennym wydarzeniom. Dobrze znane przykłady emocji to: gniew, lęk, zmartwienie, lubienie, radość, zaskoczenie” [Falkowski, Tyszka, 2003, s. 69]. Autorzy uważają, że emocje występują we wszystkich obszarach zachowań konsumenta.

Jak zauważa Simon, termin „emocja” jest słowem mało precyzyjnym, używanym często w znaczeniach pokrewnych. Jest stosowany do oznaczenia nastrojów, uczuć, popędów (Batra, Ray), postaw, upodobań i ocen (Pieters, Van Raaij) [Lambkin i in., 2001, s. 180–185]. Emocje są odnoszone do gwałtownych odczuć (strach, zaskoczenie), uczuć (duma, zazdrość), nastroju (radość, przygnębienie), usposobienia (pesymizm, optymizm) itp. Według Zielonki „emocje – to subiektywne odczucia, doświadczane jako nieprzyjemne (np. strach, złość, czy wstręt) albo przyjemne (np. radość). Warunkiem koniecznym powstania emocji jest pojawienie się sytuacji postrzeganej jako pozytywna lub negatywna dla czyichś interesów. Tak więc terminy emocjonalne odnoszą się do wewnętrznych stanów umysłowych zogniskowanych wokół afektu, gdzie afekt oznacza spostrzeżenie czegoś jako dobre lub złe” [Zielonka, 2011, s. 105]. Na podstawie przedstawionych interpretacji emocji można stwierdzić, że emocje na rynkach finansowych oznaczają procesy psychiczne wyrażające się pobudzeniem organizmu inwestora, mają określony znak (dodatni – emocje przyjemne, ujemny – przykre), intensywność (np. nastroje optymizmu czy pesymizmu) oraz treść (strach, gniew, euforia), wywierają wpływ na sprawność działania (myślenie, pamięć) i procesy decyzyjne inwestorów.

Działanie emocji jest związane z przetwarzaniem informacji. Procesy przetwarzania informacji można podzielić na dwa rodzaje: emocjonalne, w dużym stopniu nieświadome i racjonalne, świadome. System pierwszy emocjonalny, odruchowy wykształcił się u ludzi kilkaset milionów lat temu. Odpowiada za szybkie formułowanie ocen na podstawie dotychczasowych doświadczeń człowieka. System racjonalny, inaczej analityczny, powstał około stu tysięcy lat temu i odpowiada za logiczne myślenie oparte na formalnych przesłankach. Działanie emocji dotyczy odruchowego systemu poznania.

K. Horney uważa, że ludźmi rządzi strach i potrzeba bezpieczeństwa, np. ze strachu, że na giełdzie można stracić pieniądze inwestorzy mogą zachowywać się nieracjonalnie. Psycholodzy zauważyli, że fizjo-

logiczna natura emocji za każdym razem jest identyczna. Zmiany fizjologiczne są takie same wówczas, gdy inwestor doznaje uczucia strachu, jak i euforii. Istotna jest tylko interpretacja tych doznanych wrażeń.

Należy zauważyć, że w psychologii odróżnia się emocje od nastrojów. Emocje są odnoszone do zawsze specyficznych reakcji na specyficzne wydarzenia i w tym sensie są zazwyczaj krótkookresowe i stosunkowo intensywne. Natomiast nastroje są często mniej intensywne, mogą trwać dłużej, a związek pomiędzy nastrojem a wyzwalającym ją zdarzeniem jest słabszy. Można być np. w dobrym nastroju nie wiedząc dlaczego, i odwrotnie. Zdaniem Zielonki emocje są krótkotrwałe, albo długotrwałe, np. trwając nawet przez wiele tygodni i wtedy nazywa się je nastrojami. W przypadku rynków finansowych nastroje inwestorów są odmianą emocji i mają istotny wpływ na ich decyzje szczególnie w okresach szczytów hossy czy dna bessy.

Istotne jest zbadanie, czy emocje towarzyszące inwestowaniu na giełdzie mają charakter uniwersalny, czy też są uwarunkowane kulturowo. Karol Darwin w rozprawie „O wyrazie uczuć u człowieka i zwierząt” wierzył, że emocje podlegały ewolucji, wraz z innymi ludzkimi i zwierzęcymi funkcjami. Uważał on emocje za niedookreślone, nieprzewidywalne, osobiste stany, ale za bardzo specyficzne, skoordynowane działania ludzkiego mózgu. Darwin spostrzegał emocje jako dziedziczne, wyspecjalizowane stany psychiczne, przeznaczone do radzenia sobie z pewnymi rodzajami powtarzających się sytuacji zachodzących w świecie. Ludzie przez wieki walczyli, kochali, byli atakowani, stykali się ze zdradą itp. Sygnały emocjonalne informują innych ludzi o uczuciach osób doznających emocji. Dlatego pewne typy reakcji emocjonalnych występują u wszystkich ludzi [Gerring, Zimbardo, 2009, s. 386–395]. Jednocześnie psychologowie udowodnili, że ludzie dorośli, reprezentujący różne kultury, wykazują duże podobieństwo pod względem postrzegania emocji wyrażanych mimiką twarzy.

3. Rodzaje emocji

Paul Ekman, badacz ekspresji mimicznych podczas badań prowadzonych nad przedpiśmiennymi kulturami w Nowej Gwinei pod koniec lat 60. XX wieku pokazywał badanym osobom zdjęcia twarzy wyrażające siedem różnych rodzajów emocji, pytając ich zdarzenia, które musiałyby wystąpić, aby u człowieka pojawił się określony wyraz twarzy. Na podstawie uzyskanych odpowiedzi stwierdził, że wszyscy ludzie mają

pewien wspólny zestaw ekspresji emocji. Prawdopodobnie wynika to z naszego dziedzictwa ewolucyjnego. Rysunek 1 prezentuje zestaw siedmiu uniwersalnych rodzajów ekspresji emocji. Są to: emocje szczęścia, zdziwienia, złości, wstrętu, strachu, smutku i pogardy.

Rysunek 1. Rozpoznawanie emocji



Źródło: Opracowanie na podstawie [Gerrig, Zimbard, 2009, s. 387]

Te siedem rodzajów ekspresji emocji jest, według badań psychologów, rozpoznawana przez ludzi na całym świecie¹. Należy zgodzić się z poglądem Gringo i Zimbarda: „ że ludzie na całym świecie, niezależnie od różnic kulturowych, rasy, płci lub poziomu wykształcenia, wyrażają emocje w bardzo podobny sposób i że potrafią identyfikować emocje innych osób przez odczytywanie ekspresji mimicznych ich twarzy” [Gerrig, Zimbard, 2009, s. 387]. Część z tych emocji towarzyszy inwestorom giełdowym na całym świecie.

Interesującym z punktu widzenia tego artykułu jest poznanie, jakie funkcje pełnią emocje w procesie podejmowania decyzji. Wyróżnia się następujące funkcje:

– motywacyjną,

¹ Ostatnie badania na temat ekspresji przeprowadzone w Japonii, Polsce, USA, na Sumatrze, Węgrzech i Wietnamie udowodniły wysoką zgodność pomiędzy tak różnymi populacjami.

- społeczną,
- poznawczą.

Funkcja motywacyjna emocji polega na skłanianiu inwestora do podjęcia działania ze względu na jakieś doświadczane lub wyobrażane doświadczenie. Wtedy emocje kierują i podtrzymują zachowania ukierunkowane na realizację pewnych celów, np. dobra koniunktura na giełdach motywuje inwestorów do zakupu akcji, gdyż inwestor może osiągnąć zyski na zwyżkach akcji, natomiast negatywne emocje skłaniają inwestorów do analizy problemów, które leżą u ich podstaw i zastanowienia się nad ewentualnymi zmianami strategii inwestycyjnych.

Emocje spełniają również funkcje społeczne. Mają wpływ na to, jak inwestor funkcjonuje w otoczeniu społecznym, Emocje dostarczają sygnału jednostce o stanach emocjonalnych jednostki w otoczeniu. Poprzez ekspresję mimiczną, ton głosu, działanie człowiek komunikuje innym ludziom swoje uczucia. Pozytywny lub negatywny nastrój może wpływać na aktywność inwestorów na giełdzie. W kształtowaniu nastrojów na giełdach dużą rolę odgrywają media, rekomendacje biur maklerskich czy ratingowych itp.

Emocje spełniają także funkcje poznawcze. Inwestorzy zwracają uwagę na sposób postrzegania siebie oraz na sposób interpretacji i zapamiętywania różnych elementów sytuacji inwestycyjnych. Badacze udowodnili wpływ emocji na procesy uczenia się, pamięć, sądy społeczne, kreatywność. Emocje odgrywają ważną rolę w klasyfikowaniu doświadczeń inwestycyjnych, w przetwarzaniu informacji². Gordon Bower uważa, że gdy osoba doświadcza jakiejś emocji, emocja ta jest przechowywana w pamięci wraz z wspomnieniami towarzyszącymi jej zdarzeń. Ten wzór reprezentacji pamięciowej, jego zdaniem, daje początek przetwarzaniu informacji zgodnemu z nastrojem oraz pamięci zależnej od nastroju. Przetwarzanie zgodne z nastrojem następuje w sytuacjach, w których ludzie są selektywnie uwrażliwieni na przetwarzanie i wydobywanie informacji zgodnych z ich obecnym nastrojem. Inwestorzy z większym prawdopodobieństwem zauważają i przetwarzają głębiej i dokładniej takie informacje, które są zgodne z ich nastrojem w danym momencie.

² Inne klasyfikacje funkcji emocji opisuje M. Boguszewicz-Kreft (2009), s. 89–92.

Istnieją różne rodzaje emocji. Podstawowy podział obejmuje emocje [Feldman, 1998, s. 456]:

- pierwotne,
- wtórne.

Emocje pierwotne, inaczej zwane adaptacyjnymi, towarzyszą człowiekowi od momentu jego przyjścia na świat i są odczuwane przez wszystkich ludzi, bez względu na kraj pochodzenia, rasę czy kulturę, co udowodnił Ekman. Ich główną funkcją jest dostarczanie informacji do mózgu odnośnie do reakcji na środowisko zewnętrzne. Są to radość, złość, smutek, strach.

Emocje wtórne są swoistą kombinacją emocji pierwotnych oraz procesu poznawczego, który dostarcza informacji o coraz to nowych bodźcach zewnętrznych. Są związane z poczuciem własnego „ja” i kształtują się na podstawie doświadczeń życiowych. Doświadczenia zostają przefiltrowane przez własne poczucie wartości, nasze wyobrażenia na temat swoich i innych możliwości i tego co nam się należy od innych. Inny podział to emocje:

- pozytywne,
- negatywne.

Emocje pozytywne to na przykład zadowolenie, radość, pewność siebie, euforia, optymizm. Ten rodzaj emocji polega na podtrzymywaniu pozytywnych bodźców zewnętrznych, utrzymaniu kontaktu z nimi, gdyż wywołują one w jednostce tak pozytywne stany emocjonalne, że logicznym ich następstwem jest chęć ich kontynuowania. Pozytywne na co dzień zjawiska jednak mogą być niezwykle zwodnicze dla inwestora giełdowego. Inwestor pod wpływem takich emocji może zarówno na tym skorzystać przez większą aktywność inwestycyjną i nie poddawać się negatywnym emocjom, jak i stracić, gdyż pozytywne emocje mogą zatracić w nim potrzebę przeprowadzenia fundamentalnej analizy planowanej inwestycji. Słusznie zauważa Zielonka, że: „podejmowanie decyzji pod wpływem emocji jest obciążone przywiązaniem decydenta do informacji wspierających jego stan emocjonalny oraz ignorowanie wiadomości sprzecznych z tym stanem” [Zielonka, 2011, s. 105]. Inwestor zadowolony, odczuwający radość będzie przywiązywał większą wagę do informacji optymistycznych, Zjawisko to jest określane w literaturze jako torowanie afektywne. Może on oprowadzić do wzmocnienia dobrego, jak i złego nastroju. Typowe pozytywne emocje towarzyszące inwestorom giełdowym to: pewność siebie, optymizm, radość,

euforia, duma. Pozytywne emocje podtrzymują dotychczasowe decyzje inwestycyjne.

Przeciwieństwem uczuć, opisanych powyżej, są emocje negatywne, takie jak np.: złość, nienawiść, rozczarowanie, lęk, strach. One z kolei ukierunkowują energię inwestora na zaprzestanie czynności, które wywołują nieprzyjemne przeżycia. Emocje negatywne mają dewastujący wpływ na ludzką psychikę i potrafią trwać jeszcze długo po zaprzestaniu oddziaływania bodźca negatywnego. Inwestorzy giełdowi niejednokrotnie przeżywają negatywne emocje, szczególnie w okresach dużej zmienności i niepewności na rynkach finansowych, czego przykładem były paniczne zachowania inwestorów w 2008 roku, kiedy akcje spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spadły o kilkadziesiąt procent. Pod ich wpływem wielu inwestorów wycofywało zainwestowany kapitał z giełdy, a fundusze inwestycyjne przeżywały masowy odpływ klientów rozczarowanych ich wynikami. Często spotykanymi emocjami negatywnymi inwestorów są nadmierna pewność siebie, strach przed krachem giełdowym, panika, niepewność, wstyd, rozczarowanie [Żurawik, Żurawik, 2009]. Emocje negatywne skłaniają inwestorów do przemyślenia dotychczasowych decyzji inwestycyjnych.

4. Emocje a zachowania inwestorów giełdowych

Skutkiem oddziaływania emocji pozytywnych lub negatywnych jest niezwykle często obserwowany na polskich i zagranicznych rynkach efekt tłumu. Efekt tłumu towarzyszy ludzkości od czasów jej powstania. Ludzki mózg ma to do siebie, że działa w określony, przewidywalny sposób. Analizując otoczenie i zachowania innych ludzi przyjmujemy, że to, co jest powszechnie akceptowalne, jest dobre i nie stwarza zagrożenia. Taki sposób myślenia jest naturalnym elementem postępowaniem człowieka i często wyłącza wszelkie sygnały obronne odpowiadające za racjonalną ocenę sytuacji. T.T. Hoynes napisał: „Prawem zorganizowanego lub «psychologicznego» tłumu jest umysłowa jedność. Jednostki tworzące tłum tracą swoją świadomą osobowość pod wpływem emocji i są gotowe działać jak zbiorowość rządzona przez niską inteligencję tłumu” [Pring, 2006, s. 105]. Gdy mamy do czynienia z inwestowaniem na giełdzie wiedza, doświadczenie i szczęście są czynnikami kluczowymi do osiągnięcia sukcesu w długim czasie. Efekt tłumu jest jednak w stanie kompletnie zniszczyć proces racjonalnej i sformalizowanej analizy planowanej inwestycji i spowodować podjęcie błędnych decyzji. Tłum in-

westorów podąża za trendem, bez względu na wyceny akcji, np. w czasie hossy kupuje przewartościowane akcje, a w czasie bessy sprzedaje niedowartościowane akcje, ponosząc dotkliwe straty.

Kolejnym zwodniczym aspektem występowania efektu tłumu, jak pokazuje praktyka, jest przekonanie, że tłum z reguły ma rację. W końcu to siła tłumu tworzy ogromny popyt na akcje i winduje ich ceny na coraz to wyższe poziomy. Negatywne skutki zachowania tłumu na giełdzie pojawiają się w punktach zwrotnych i krytycznych dla rynku akcji. Inwestor, będący elementem tłumu, traci czujność i zdolność do racjonalnego myślenia. Podąża za tłumem i nie chce lub nie zauważa, że rynek się zmienił, w efekcie zaczyna ponosić straty.

Innym skutkiem emocji są postawy inwestorów określane jako pewność siebie. Pewność siebie jest niezbędna do podejmowania trafnych, opartych na wiedzy decyzji, nie tylko w inwestycyjnych, ale i w życiu codziennym. Jest wyrazem poczucia własnej wartości i wiary we własne siły oraz wiedzę. Sprawia, iż ludzie wierzą, że to co robią jest słuszne. W przypadku inwestowania na giełdzie pewność siebie jest o tyle ważna, iż ogranicza wpływ innych emocji, jak np. niezdecydowanie czy też podążanie za tłumem. Dzięki pewności siebie inwestor jest przekonany o swoich racjach i słuszności postępowania, co pozwala mu podejmować odpowiednie decyzje. Jednak pewność siebie może mieć wydzwięk pejoratywny. Pewność siebie w kontekście inwestowania na giełdzie może przybrać postać nadmiernej pewności siebie. W naturze ludzkiej zakorzenione jest nieracjonalne zawyżanie swoich umiejętności. Nadmierna pewność siebie staje się przeszkodą w zbieraniu odpowiedniej liczby danych, ich interpretacji, a także powoduje przecenianie zdolności analitycznych inwestora. Najczęściej popełniane przez inwestorów błędy na skutek nadmiernej pewności siebie to: niedostateczne przygotowanie merytoryczne podjętej decyzji, zbyt częste przeprowadzanie transakcji giełdowych spowodowane pogonią za zyskiem, wiara w swoje nieograniczone umiejętności, podejmowanie zbyt wysokiego ryzyka, ignorowanie popełnianych przez siebie pomyłek i zaniechanie potrzeby samodoskonalenia się [Jajuga, 2006, s. 214].

Kolejne emocje towarzyszące inwestorom to duma, wstyd i żal. Inwestor odczuwa dumę, gdy zarabia na giełdzie oraz żal, gdy poniesie stratę. Naturalnym postępowaniem człowieka jest unikanie sytuacji przynoszących wstyd i aktywne poszukiwanie sytuacji mogących przynieść powody do dumy. Wstyd to negatywne uczucie emocjonalnego

bólu, które pojawia się po podjęciu błędnej decyzji. Duma natomiast jest uczuciem pozytywnym wyrażającym się w radości odczuwanej z podjęcia właściwej decyzji [Nofsinger, 2006, s. 57–68]. Inwestor giełdowy nie jest w stanie podejmować cały czas trafnych decyzji, stąd powinien posiadać zdywersyfikowany portfel akcji. Niektóre akcje przynoszą zyski, inne straty. Z reguły kapitał przeznaczany na inwestycje jest ograniczony stanem posiadanych wolnych zasobów finansowych. Z tego właśnie powodu, aby kupić dany walor, inwestor jest zmuszony upłynnić inne akcje. Badania S. Ferrisa, R. Haugena i A. Makhija nad wolumenem obrotu akcjami z uwzględnieniem zmieniających się poziomów cen dowodzą, że wolumen sprzedaży akcji zyskowych przynoszących dumę ich posiadaczom jest dużo większy. Odwrotny trend obserwuje się w przypadku akcji przynoszących straty. Ich sprzedaż wywołałaby poczucie wstydu u inwestora, z tytułu poniesionej straty oraz wiara, nie zawsze uzasadniona, że ceny akcji wrócą do dawnego poziomu. Na rynkach finansowych jest widoczne zjawisko długoterminowego przetrzymywania akcji przez inwestorów, w nadziei uzyskania w końcu zysku. Wolumen obrotu tymi akcjami jest dużo mniejszy, w porównaniu do obrotu akcjami przynoszącymi zysk inwestorom.

Interesującą emocją towarzyszącą inwestorom giełdowym jest żal. Zdaniem psychologów żal to uczucie związane ze świadomością po fakcie, że podjęcie innej decyzji przyniosłoby inwestorowi o wiele lepsze rezultaty. Teoria żalu należy do teorii badających motywy inwestorów giełdowych przy podejmowaniu decyzji. Opiera się ona na założeniu, że ludzie zwracają uwagę na to, w jaki sposób wynik podjętej przez nich decyzji wpłynie na odczucia związane z dokonaniem takiego wyboru. Shiller uważa, że teoria żalu pomaga w zrozumieniu dlaczego większość inwestorów odracza sprzedaż akcji, których ceny spadły oraz przyspieszają sprzedaż akcji, których ceny wzrosły. Inwestorzy nie sprzedają akcji taniejących, aby nie odczuwać żalu [Czerwinka, Godlewski, 2008, s. 65–68]. Żal spowodowany dokonaniem błędnego wyboru jest bardziej intensywny od radości płynącej z przeżywania dumy. Gdy ceny akcji rosną to inwestor woli je sprzedać, zanim kurs zacznie spadać, aby nie odczuwać żalu. Nofsinger przeprowadzając badania na indywidualnych inwestorach zauważył, że inwestorzy o wiele intensywniej odczuwają żal z powodu straty dotyczącej inwestycji w konkretną spółkę niż w przypadku straty dotyczącej całej giełdy. Inwestorzy odczuwają silny żal z powodu podjęcia nieudanej decyzji.

Pesymizm i optymizm to kolejne przejawy emocji, które wpływają na zachowanie inwestorów. Można je interpretować w dwóch ujęciach. W pierwszym jest to spontaniczne odczuwanie rzeczywistości pod wpływem jakiś wydarzeń, które nastąpiły w bliższej lub dalszej rzeczywistości. W drugim, nie stanowią one emocji spontanicznych a są wyznacznikiem ogólnego stosunku do życia i pojmowania otaczającej rzeczywistości.

Pesymizm jest to postawa wyrażająca się skłonnością dostrzegania tylko ujemnych stron życia, negatywnej oceny rzeczywistości oraz przyszłości. Jest to także pogląd filozoficzny charakteryzujący się brakiem wiary w przyszłość, w postęp społeczny, w celowość życia i jego wartość.

Optymizm jest przeciwieństwem pesymizmu. Jest to określony dodatni stosunek do życia. Świat postrzega się jako pozytywne miejsce. Optymiści generalnie postrzegają ludzi i zdarzenia jako dobre. Mają pozytywny stosunek do życia i wierzą, że niekorzystne rzeczy z czasem ułożą się poprawnie. Ujęcie pierwsze tych dwóch postaw dotyczy inwestorów giełdowych. Inwestorzy z natury są optymistami, inaczej nie podejmowałiby się inwestowania na giełdzie, co jest obciążone wysokim poziomem ryzyka i niepewności. Pesymizm może towarzyszyć inwestorom w fazie bessy na giełdzie. Dane makroekonomiczne, niekorzystne rekomendacje biur maklerskich czy agencji ratingowych mogą pogłębiać nastroje pesymistyczne wśród inwestorów. Niepokojące sygnały napływające z rynków zagranicznych mogą pogłębiać ich pesymizm.

Interpretując optymizm i pesymizm w drugim ujęciu należy mówić raczej o profilu inwestora giełdowego. Większe predyspozycje do inwestowania na giełdzie mają optymiści spostrzegający przyszłość „różowych barwach”, mający większą skłonność do ryzyka, co jest cechą niezbędną w inwestowaniu na giełdzie. Z drugiej strony nadmierny optymizm może zakłócić sformalizowaną analizę planowanych inwestycji i ukazywać je jako atrakcyjniejsze niż są w rzeczywistości.

Pesymiści nie powinni inwestować na giełdzie. Posiadają oni znacznie niższą skłonność do ryzyka i towarzyszą im częściej emocje negatywne, które nie pomagają w inwestowaniu na giełdzie. Należy zauważyć, że inwestowanie na rynku kapitałowym wydaje się bezcelowe, jeżeli dana osoba nie wierzy w korzystne zakończenie inwestycji i przewiduje tylko czarne scenariusze.

Innymi emocjami towarzyszącymi inwestycjom giełdowym w różnych fazach cyklu koniunkturalnego są euforia i panika. Euforia jest to

stan bardzo dobrego samopoczucia i radosnego podniecenia, chorobliwy stan wesołości, pozornie dobrego samopoczucia i nienaturalnie wzmożonej aktywności. Panika zaś to nagły, niepohamowany, często nieuzasadniony, strach. Są to przeważnie emocje zbiorowe towarzyszące skrajnym okresom na rynkach finansowych podczas zmiany trendów. Odpowiedź na pytanie, co może wywołać stan euforii, jest podobna jak w przypadku optymizmu, który jest łagodniejszą formą euforii. Kolejnym wydarzeniem wywołującym stan euforii może być szum medialny kreowany przez firmy, rząd, domy maklerskie, rekomendacje agencji ratingowych, czy media.

Odwróceniem stanu euforii na giełdzie jest panika, czyli grupowy paniczny i niekontrolowany strach inwestorów. Każdy trend wzrostowy na giełdzie kiedyś musi się skończyć i tego momentu obawiają się inwestorzy giełdowi. Wzbudza on niezwykle silne emocje na giełdzie, co znajduje odzwierciedlenie w stałym spadku notowań. Większość przypadków paniki wśród inwestorów jest związana z naturalnym strachem przed zmianą koniunktury na giełdzie z hossy na bessę. Trudno się temu zjawisku dziwić, gdyż inwestor, który nie zauważy tego momentu, naraża się nie tylko na utratę wypracowanych zysków, ale i na zamrożenie kapitału na długie miesiące lub nawet lata.

Zakończenie

Wydawać by się mogło, że w tak ważnej dziedzinie, jaką są finanse, nie ma miejsca na emocje. W rzeczywistości badania wykazały, że przy inwestowaniu na giełdzie zarówno pozytywne, jak i negatywne emocje wpływają na procesy decyzyjne inwestorów. Emocje towarzyszą inwestowaniu na giełdzie, szczególnie w okresach zmian cyklu koniunkturalnego. Obok racjonalności postępowania inwestorów korzystających ze skomplikowanych i sformalizowanych narzędzi oceny planowanych inwestycji należy również dostrzegać również czynniki psychologiczne wpływające na zachowania inwestorów giełdowych. Nie kwestionując posiadania niezbędnej wiedzy do inwestowania na giełdzie należy zauważyć, że w pewnych okresach, gdy zaczynają oddziaływać emocje, ma ona ograniczoną wartość. J. Nofsinger porównał emocje związane z inwestowaniem na giełdzie do wrażeń, jakie daje jazda diabelską kolejką w wesołym miasteczku. Ta kolejka wozi inwestorów na przemian w stronę zysków lub strat [Sławiński, 2006, s. 167]. Jednak są sposoby na zmniejszenie wpływu emocji na zachowania inwestorów poprzez np.

sceptyczne podchodzenie do różnych rekomendacji i sądów formułowanych pod wpływem emocji, nie podejmowanie decyzji inwestycyjnych w stanie wzburzenia lub euforii czy poszukiwaniu rzeczywistego, a nie emocjonalnego przekazu informacyjnego w mediach.

Literatura

1. Boguszewicz-Kreft M. (2009), *Zarządzanie doświadczeniem klienta w usługach*, UG, Sopot.
2. Czerwonka M., Godlewski B. (2008), *Finanse behawioralne*, SGH, Warszawa.
3. Dembiński P. (2011), *Finanse po zawale*, Studio Emka, Warszawa.
4. *Encyklopedia PWN w trzech tomach*, t. 1, (1999), Warszawa.
5. Falkowski A., Tyszka T. (2003), *Psychologia zachowań konsumenckich*, GPW, Gdańsk.
6. Feldman R. S. (1998), *Zrozumieć psychologię*, Astrum, Wrocław.
7. Gerrig R.J., Zimbardo Ph.G. (2009), *Psychologia i życie*, PWN, Warszawa.
8. Jajuga K. (2006), *Podstawy inwestowania na Giełdzie Papierów Wartościowych*, Szkoła Giełdowa, Warszawa.
9. Lambkin M., Foxall G., van Raaij F., Heilbrunn B. (2001), *Zachowania konsumenta. Koncepcje i badania europejskie*, PWN, Warszawa.
10. Nofsinger J. R. (2006), *Psychologia inwestowania*, Wyd. Helion, Gliwice.
11. Pring M., J. (2006), *Psychologia inwestowania*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
12. Sławiński S. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
13. Szyszka A. (2009), *Finanse behawioralne*, UE, Poznań.
14. Zatwarnicka-Madura B. (2009), *Irracjonalność zachowań konsumenta*, SiP Kolegium Zarządzania Finansów, Zeszyt Naukowy nr 93.
15. Zielonka P. (2011), *Giełda i psychologia*, CedeWu, Warszawa.
16. Żurawik B. (2008), *Model zachowania inwestorów giełdowych*, „Pieniądze i Więż”, nr 4.
17. Żurawik B., Żurawik A. (2009), *Emocjonalne motywy zachowań inwestorów giełdowych*, „Marketing i Rynek”, nr 8.

Streszczenie

Badania prowadzone przez wielu uczonych dowodzą, że psychologiczne uwarunkowania działalności finansowej są ważne do ich zrozumienia, tak jak i ekonomiczne, prawne, techniczne czy instytucjonalne. Teoria racjonalności

postępowania inwestorów giełdowych została przez przedstawicieli finansów behawioralnych wzbogacona o aspekty emocjonalne. Wydawać by się mogło, że w tak ważnej dziedzinie, jaką są finanse, nie ma miejsca dla emocji. W rzeczywistości badania wykazały, że przy inwestowaniu na giełdzie zarówno pozytywne emocje, takie jak: radość, pewność siebie, optymizm, euforia itp., jak i negatywne: złość, strach, żal, lęk, pesymizm, panika itp., wpływają na zachowania inwestorów. Są one szczególnie widoczne w okresach zmiany cyklu koniunkturalnego i mogą powodować irracjonalne zachowania inwestorów w postaci np. efektu tłumu.

Słowa kluczowe

racjonalność i irracjonalność, finanse behawioralne, definicje emocji, efekt tłumu, teoria żalu

Emotion in investor's behavior (Summary)

Analyzes made by many academic researchers indicate that the investor's decisions are highly influenced by the psychological factors, besides economic, legal, technological or institutional. The theory of rationalizing investor's behavior has been enriched about an emotion, by representatives of behaviour finance. The investor's choices are highly influenced by positive emotions such as joy, self-confidence, optimism, euphoria and negative ones such as: angry, fear, worry, hate, pessimism, panic and so on. The emotions are especially strong stimulus impelling action when the trend changes on the financial markets. The emotional attitudes lead investors to irrational behavior for example the crowd effect.

Keywords

rationality and irrationality, behavioral finance, definitions of emotions, the effect of the crowd, the theory of grief