

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PSIHOLOGIJA OBNAŠANJA VLAGATELJEV

Ljubljana, september 2008

DAVOR KITIĆ

IZJAVA

Študent Davor Kitić izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Skoka Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KRITIKA SODOBNE FINANČNE TEORIJE	2
1.1 Kritika hipoteze učinkovitega trga kapitala.....	2
1.1.1 <i>Prekomerna nestanovitnost cen vrednostnih papirjev</i>	3
1.1.2 <i>Velik obseg trgovanja na trgih vrednostnih papirjev</i>	4
1.1.3 <i>Uganka premije za tveganje pri delnicah</i>	4
1.1.4 <i>Uganka dividend</i>	4
1.2 Področje vedenjskih financ.....	5
1.2.1 <i>Presoje in odločitve vlagateljev</i>	5
1.2.2 <i>Napake zaradi preferenc</i>	7
1.2.3 <i>Omejenost arbitraže</i>	8
2 PSIHOLOGIJA VLAGATELJEV	8
2.1 Stres	9
2.2 Čustvena inteligentnost.....	11
2.2.1 <i>Poznavanje svojih čustev</i>	12
2.2.2 <i>Obvladovanje čustev</i>	12
2.2.3 <i>Spodbujanje sebe</i>	13
2.2.4 <i>Prepoznavanje čustev drugih (empatija)</i>	13
2.2.5 <i>Uravnavanje odnosov</i>	13
2.3 Osebnost	14
2.3.1 <i>Vedenjske teorije osebnosti</i>	14
2.3.2 <i>Vpliv razvoja osebnosti na razvoj sposobnosti</i>	15
2.3.3 <i>Zaznavanje kot aktivni proces</i>	16
2.4 Pet pravil finančnega obnašanja	17
3 EMPIRIČNI DEL	20
3.1 Izhodišča raziskave.....	22
3.2 Hipoteze.....	23
3.3 Načrt raziskave	26
3.4 Ugotovitve raziskave	27
3.4.1 <i>Osnovne ugotovitve</i>	27
3.4.2 <i>Preverjanje hipotez</i>	31
3.5 Zaključki in diskusija.....	32
SKLEP	33
LITERATURA IN VIRI	35
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Čustvena inteligentnost	30
---	----

KAZALO SLIK

Slika 1: Tipičen borzni cikel	21
Slika 2: Možni scenariji glede na novice in gibanje tečajev	22
Slika 3: Mehanizem pozitivne stresne reakcije	25
Slika 4: Mehanizem negativne stresne reakcije	25
Slika 5: Optimistična usmerjenost.....	26
Slika 6: Pomembnost poznavanja psihologije vlagateljev	28
Slika 7: Poznavanje psihologije vlagateljev je ključnega pomena.....	28
Slika 8: Psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnim odločitvam na trgu kapitala	29
Slika 9: Predvidljivost napak v vedenjskih vzorcih vlagateljev.....	29

UVOD

Živimo v sistemu, v katerem odločitve vodijo in usmerjajo naše življenje. Včasih so te odločitve dobro preštudirane, analizirane in sprejete v okviru racionalnosti, a ljudje nismo stroji, zato dopuščamo, oziroma je že globoko vsidrano v nas, da se v naše odločitve vmešavajo čustva in impulzivne reakcije. Denar je osnovno menjalno sredstvo, in kjer je denar, je zagotovo zanimiva analiza obnašanja ljudi, ki ga imajo, oziroma ljudi, ki se na vso moč trudijo, da bi ga imeli. Vlagatelji so tisti, ki imajo veliko opravka z denarjem in prav psihologija obnašanja vlagateljev nam razkriva in obenem pomaga razjasniti, zakaj je proces odločitve o naložbi velikokrat rezultat tudi čustvenih odzivov, ki povzročijo nelogične in neracionalne odločitve posameznika. S tem se ukvarjajo vedenjske finance, ki tesno združujejo obnašanje posameznikov in pojave na trgu ter združujejo znanje s področja psihologije kot tudi finančne teorije.

Vedenjske finance so se razvile kot posledica poskusov boljšega razumevanja in razlaganja vpliva čustev in kognitivnih napak na vlagatelja in na njegovo odločanje. Pod vprašaj so postavile koristnost sodobne finančne teorije, saj je bilo dejansko obnašanje udeležencev na trgu v veliki meri nepojasnjeno s pomočjo njenih modelov. Največ kritik so bile deležne prav predpostavke, na katerih je bila grajena, saj so preveč poenostavljeno in posplošeno opisovale obnašanje posameznika in trg. Obnašanje ekonomskih osebkov je normalno, ne pa racionalno, kot to predpostavlja sodobna finančna teorija. Pristaši vedenjskih financ so vseskozi opozarjali na izčrpanost obstoječe finančne teorije pri njenih zmožnostih razlage dejanskega dogajanja na finančnih trgih, kar se kaže tudi v vse številčnejših anomalijah na njih.

Namen diplomskega dela je ugotoviti pomen psihologije vlagateljev v procesu odločanja o naložbah. Uspešne naložbe niso le rezultat odličnih upravljaljskih sposobnosti posameznika, temveč rezultat razumevanja psiholoških dejavnikov, katerim so ljudje podvrženi pri sprejemanju odločitev. Izvedel sem raziskavo na podlagi štirih borzno-posredniških hiš, in sicer Medvešek Pušnik, KD Group, Perspektiva in Poteza.

Temeljni cilj diplomskega dela je prikazati številne pomanjkljivosti v predpostavkah, ki jih najdemo v sodobni finančni teoriji ter pregledati prispevek vedenjskih financ k finančni ekonomski literaturi, ki čedalje bolj upošteva individualistični vidik posameznika.

Glavne metode dela, ki sem jih pri pripravi diplomskega dela uporabil, so kompilacija, deskripcija in sinteza. Temeljijo predvsem na proučevanju teorije, ki nam daje podlago za celovit pregled finančne teorije, in na empiričnih študijah, ki nam dajejo praktičen pogled na finančno odločanje v primerih negotovosti. Naslonil sem se na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, vire, prispevke in članke s teoretičnimi in praktičnimi spoznanji s področja sodobne finančne teorije, vedenjskih financ in psihologije.

Strukturo zaključnega diplomskega dela sestavljajo tri poglavja. V prvem poglavju je prikazana kritika sodobne finančne teorije, ki je posledica vse večjega razhajanja med njenimi

teoretičnimi modeli ter dejanskim dogajanjem na finančnem trgu. Številne študije so pod vprašaj postavile hipotezo učinkovitega trga kapitala, ki predpostavlja popolno racionalnost posameznikov. Predstavljena so štiri področja, kjer so odstopanja največja. V nadaljevanju sem se dotaknil področja vedenjskih financ, kjer sem predstavil tipične napake povezane s presojo in odločanjem ljudi v razmerah negotovosti in opisal dejavnike, ki vplivajo na preference ljudi. Na koncu poglavja sledi še razlaga omejenosti arbitraže.

V drugem poglavju sem se osredotočil na psihologijo vlagatelja, ki ima izjemen pomen pri sprejemanju pomembnih odločitev. Predstavil sem stres kot nekaj vsakdanjega ter razložil, da pod vplivom stresa vlagatelji večkrat ravnajo čustveno in nepremišljeno. Različni čustveni odzivi pa se pomembno odražajo na dogajanju na borzi, zato je natančno predstavljena čustvena inteligentnost ter njene skupine sposobnosti. Predstavljena je tudi osebnost posameznika. Tu sem se osredotočil predvsem na vedenjske teorije osebnosti, vpliv razvoja osebnosti na razvoj sposobnosti in zmožnost zaznavanja ter razlage informacij, ki pomenijo prvo stopnjo spoznavanja okolja. Na koncu tega poglavja sem prikazal nekaj primerov iz vsakodnevnega življenja v povezavi z borzno prakso ter jih razdelili v pet pravil finančnega obnašanja.

V zadnjem, tretjem poglavju sem predstavil empirični del, kjer sem raziskal vpliv psihologije vlagateljev na borzne posrednike in njihove naložbene odločitve v razmerah negotovosti.

1 KRITIKA SODOBNE FINANČNE TEORIJE

Sodobna finančna teorija je bila že od samega začetka deležna mnogih kritik, saj ne zna razložiti primerov, ki niso v skladu z njenimi predpostavkami. Osnovana je na preprostem splošnem modelu obnašanja ekonomskih subjektov. Ti modeli naj bi bili sposobni razložiti, kakšne odločitve sprejemajo vlagatelji in podjetja v različnih situacijah oziroma tam, kjer veljajo pravila tržnega gospodarstva. Modeli so bili tudi mišljeni kot orodja za pomoč pri odločanju za vlagatelje in managerje.

V začetni fazi razvoja so se zagovorniki sodobne finančne teorije kritikom upirali predvsem z izgovorom, da so za številne pomanjkljivosti krive takrat slabe statistične raziskave in metode. V osemdesetih letih prejšnjega stoletja pa so kritike postajale vse glasnejše in številčnejše, kar je postavilo prevladujočo teorijo pred neizbežen preizkus, ki traja še danes (Pavšič, 2003, str. 9).

1.1 Kritika hipoteze učinkovitega trga kapitala

Hipoteza učinkovitega trga kapitala predpostavlja, da se posamezniki obnašajo popolnoma racionalno, kar pomeni, da na sistematičen način uporabljajo vse razpoložljive informacije in

maksimizirajo svojo koristnost. To je dejansko težko podpreti, saj obstajajo mnoga nasprotna mnenja, ki menijo, da presojanje in odločanje ljudi v realnosti ni v skladu s tradicionalno ekonomsko teorijo. Zagovorniki hipoteze učinkovitega trga kapitala se branijo, da gre samo za anomalije, kritiki pa menijo, da so nepravilnosti veliko več kot samo anomalije, saj gre za zelo pomembna odstopanja (Vičar, 2003, str. 8, 9). V nadaljevanju so predstavljena štiri področja, kjer so odstopanja največja.

1.1.1 Prekomerna nestanovitnost cen vrednostnih papirjev

V skladu s hipotezo učinkovitega trga kapitala bi morale biti cene vrednostnih papirjev stanovitne, spremenijo se samo takrat, ko na trg pride nova, za vrednotenje vrednostnega papirja relevantna informacija. Cene vrednostnih papirjev naj bi bile tako ves čas blizu temeljne vrednosti oziroma naj bi sledile sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, vendar se je empirično izkazalo, da temu ni tako (Vičar, 2003, str. 9).

Cene vrednostnih papirjev so pretirano oziroma prekomerno nestanovitne, kar je prvi dokazal Shiller (1981). Ugotovil je namreč, da cene delnic varirajo bolj, kot pa bi se dalo to upravičiti s spremembami v dividendah. Trdil je, da na cene vrednostnih papirjev vplivajo številni socialni in psihološki dejavniki, ki bi jih morali upoštevati, in s tem sprožil mnoge polemike. Številni zagovorniki hipoteze učinkovitega trga kapitala so poskušali izpodbiti njegove dokaze, vendar je danes prevladujoče mnenje, da so njegove ugotovitve pravilne (Dragonja, 2007, str. 14).

V finančni literaturi najdemo veliko različnih razlag, zakaj naj bi bile cene delnic prekomerno nestanovitne. Ena izmed njih je nezmožnost trga, da bi oblikoval racionalna pričakovanja glede višine dobička podjetij. Zaradi tega so delnice podjetij, pri katerih se pričakuje nizke dobičke, podcenjene in delnice podjetij, pri katerih so pričakovanja glede dobičkov visoka, precenjene. Razlog za to naj bi bile napake v napovedih analitikov (Bulkley & Harris, 1997, str. 370).

Druga možna razlaga se nanaša na odziv investorjev na nepričakovane in dramatične dogodke. Kadar na trgu zaznajo povišanje dividend, verjamejo, da se je povečala povprečna stopnja rasti dividend, zato se zaradi navdušenja investorjev cene vrednostnih papirjev preveč dvignejo. Razlog je v zakonu malih števil, kjer ljudje pričakujejo, da bodo lastnosti majhnega vzorca odsevale značilnosti celotne populacije (Barberis & Thaler, 2002, str. 21).

Tretja alternativa pri razlagi problema nestanovitnosti se nanaša predvsem na privatne informacije in poudarja investitorjevo pretirano samozavest do privatno pridobljenih informacij. Investitor primerja javne informacije o gospodarstvu z informacijami, ki jih je pridobil sam, pri čemer pa precenjuje natančnost slednjih in jim zato postavlja neprimerno visoko težo (Pavšič, 2003, str. 33).

Četrto možno razlago ponudi teorija pričakovanja, po kateri se stopnja nenaklonjenosti izgubi v času spreminja, ker je odvisna od okoliščin ter predhodnih dobičkov in izgub. Posamezniki s predhodnimi dobički so pripravljene tvegati več kot običajno, posamezniki s predhodnimi izgubami pa so pripravljene tvegati manj (Thaler & Johnson, 1990, str. 643-660).

1.1.2 Velik obseg trgovanja na trgih vrednostnih papirjev

Tradicionalni modeli kapitalskih trgov nakazujejo, da racionalni investitorji med seboj ne trgujejo v velikih obsegih, saj do trgovanja pride le zaradi potreb po likvidnosti ali zavarovanja pred tveganjem, in kadar bi na trg prišle nove pomembne informacije. Jasno pa je, da v realnosti le majhen delež na borzah vrednostnih papirjev nastane zaradi omenjenih razlogov (Deželan, 1996, str. 48). Kljub temu pa se vsak dan trguje z vrednostnimi papirji v ogromnih obsegih, saj današnja tehnologija omogoča, da se vse nove pomembne informacije o vrednostnih papirjih odražajo na ceni takoj po objavi informacij.

Razloge za velik obseg trgovanja z vrednostnimi papirji, bi lahko iskali v pretirani samozavesti investitorjev, saj so le-ti prepričani, da imajo boljše informacije in znanje od drugih, kar pa privede do ogromnega trgovanja med neracionalnimi investitorji, ki sklepajo posle na podlagi nepomembnih informacij (Black, 1986, str. 529-543).

1.1.3 Uganka premije za tveganje pri delnicah

Uganka premije za tveganje pri delnicah se nanaša na razliko med donosnostjo delnic in donosnostjo manj tveganih (državnih) vrednostnih papirjev. Pričakovati je, da so delnice donosnejše od manj tveganih vrednostnih papirjev, saj so tudi bolj tvegane, vendar tako velike razlike ni mogoče pojasniti z nobenim modelom, ki povezuje tveganje in donosnost. Mehra in Prescott (1985) sta ugotavljala, da bi morala biti v skladu z ekonomskimi modeli donosnost delnic nižja, donosnost manj tveganih vrednostnih papirjev pa višja oziroma oboje.

Vedenjska ekonomija odgovore išče s pomočjo teorije pričakovanj, ki vključuje tudi nenaklonjenost izgubi in odvisnost od okvirjanja. V primeru vlagateljev, ki svoje premoženje dnevno vrednotijo, se vrednost dnevno spreminja, tako navzgor kot navzdol. Zato zaradi kratkovidne nenaklonjenosti izgubi za mnoge investitorje premoženje v delnicah ni privlačno. Benartzi in Thaler (1995, str. 75-92) sta ugotovila, da naj bi investitorji enkrat na leto ocenili vrednost premoženja, da bi bili neobčutljivi na kratkovidno nenaklonjenost izgubi.

1.1.4 Uganka dividend

Tradicionalna ekonomska teorija trdi, da je na učinkovitem trgu kapitala, kjer tudi ni davkov, odločitev podjetja o izplačilu ali neizplačilu dividend nepomembna. Uganka dividend se pojavi, če upoštevamo tudi davke, saj takrat postane bolj racionalno, da podjetja ne

izplačujejo dividend, ampak denar raje reinvestirajo ter na ta način povečajo vrednost delnic, saj so v večini držav dividende bolj obdavčene kot kapitalski dobiček (Vičar, 2003, str. 13).

V realnosti podjetja navkljub teoriji pogosteje izplačujejo dividende in investitorji dajo prednost podjetjem, ki jih izplačujejo. Sodobna finančna teorija ne zna pojasniti, zakaj delniške družbe izplačujejo dividende, četudi je to zaradi večjih davčnih stopenj neracionalno. Nepojasnjeno pa je tudi vprašanje, zakaj se cene delnic povišajo, ko se povišajo dividende.

Zagovorniki teorije to razlagajo s trditvijo, da podjetja z izplačevanjem dividend na trg pošiljajo signale, na katere se investitorji odzivajo. Benartzi, Michaely in Thaler (1997, str. 1007-1034) s svojo raziskavo niso našli nobenih dokazov, da je argument signalov pravilen. Ugotovili so namreč, da spremembe v dividendah ne prinašajo nobenih informacij o spremembah v prihodnjih dobičkih podjetij.

1.2 Področje vedenjskih financ

Vedenjske finance predstavljajo razvijajočo se vejo v finančni teoriji, ki poskuša sodobne teorije nadomestiti z vključevanjem psiholoških dejavnikov človeškega obnašanja v proces sprejemanja finančnih odločitev. Tesno združujejo obnašanje posameznikov in pojave na trgu ter združujejo znanje s področja psihologije kot tudi finančne teorije. Razvile so se kot posledica poskusov boljšega razumevanja in razlaganja vpliva čustev in kognitivnih napak na vlagatelja in njegovo odločanje. Zanimivo je zagotovo to, da zanikajo klasično ekonomsko predpostavko o racionalnosti posameznikov oziroma ekonomskih subjektov. Po teoriji vedenjskih financ se posamezniki (vlagatelji) obnašajo neracionalno, ponavljajo določene napake, ki jih je mogoče predvideti in z njimi pridobiti. V pogojih negotovosti se pri odločitvah vlagateljev ponavljajo vzorci neracionalnosti, nekonsistentnosti in neodgovornosti. Torej vedenjske finance raziskujejo, kako ljudje interpretirajo in se odzivajo na informacije v procesu investicijskega odločanja.

Teorija vedenjskih financ stoji na dveh velikih temeljih:

- presoje in odločitve vlagateljev in
- omejenost arbitraže.

1.2.1 Presoje in odločitve vlagateljev

Veliko ljudi pride do novih spoznanj na finančnih trgih s pomočjo poskusov in napak. V nekaterih primerih se vlagateljem zdi, da so stvar dobro premislili, pa vendar bi znanstveniki, ki preučujejo vedenjske finance, njihovo vedenje hitro okategorizirali. Odstopanja od racionalnosti naj bi bila posledica številnih sistematičnih napak, ki jih pri svojem oblikovanju presoj in odločanju naredijo ljudje. Dobro je, da ljudje kot vlagatelji poznajo najpogostejše

odzive, ki so običajni v takih primerih, jih odkrijejo, spet racionalno razmislijo in sprejmejo razumsko odločitev. V nadaljevanju so predstavljene tipične napake povezane s presojanjem in odločanjem ljudi v razmerah negotovosti.

a) Pristranska razpoložljivost

Vlagatelji, ki so doživeli borzni zlom, imajo tega verjetno zelo dobro v spominu, tudi če je oddaljen desetletje ali več. Ko predvidevajo možnost ponovnega zloma, dajejo preteklemu preveliko težo in tako dobijo popačeno oceno. Nedavne in bolj izstopajoče dogodke imamo nedvomno bolje v spominu kot bolj oddaljene ali nepomembne, in kadar so posamezniki pristranski do razpoložljivih informacij, velikokrat izpustijo prave priložnosti za investiranje svojih prihrankov.

b) Reprezentativnost

Posameznikova odločitev temelji na stereotipih, vzorcih, ki mogoče sploh ne obstajajo. Predvideva, da se bo določen dogodek ponavljal v prihodnosti. Največkrat se to ponavlja na finančnem trgu ob nakupu »vročih« delnic ali precenjevanju uspešnosti upraviteljev investicijskih skladov, ki so bili nadpovprečno uspešni v preteklosti, ali kot izogibanje delnic, katerih trgovanje je bilo v bližnji preteklosti redko. Vlagatelji si zelo radi ustvarjajo predstavo o obstoju nekega trenda, pa čeprav zato nimajo nobene osnove, kajti trend je le navidezen. V želji po sledenju trendom pogosto pozabijo na temeljne dejavnike, ki bi jih morali upoštevati pri odločanju.

Pomembna posledica reprezentativnosti je torej, da ljudje vidijo vzorce v dejansko slučajnih zaporedjih. Ko predvidevajo prihodnje negotove dogodke, navidezne vzorce iz bližnje preteklosti prenesejo v prihodnost in posvečajo premalo pozornosti razlogom za vzorce ter verjetnosti njihove ponovitve (Shleifer, 2000, str. 128-129).

c) Sidranje in previdnost

Ljudje imajo v svojih glavah oblikovane referenčne točke, t.i. sidra, kot na primer sidro o cenah preteklih vrednostnih papirjev. Ob pojavu novih informacij običajno preskromno prilagodijo svoje pretekle reference novo pridobljenim informacijam.

Previdnost je v nasprotju z že prej obravnavano reprezentativnostjo. Ko pride do spremembe, ljudje zaradi previdnosti premalo reagirajo, medtem ko se zaradi reprezentativnosti v primeru zadosti dolgega vzorca le-temu pretirano prilagodijo in se na spremembo pretirano odzovejo (Ritter, 2002, str. 29-61).

d) Pretirana samozavest

Pretirana samozavest je ena najpogosteje opisanih lastnosti v vedenjskih financah. Je ključni dejavnik in najverjetneje največje odkritje s področja psihologije obnašanja, ki pomaga pri

razumevanju anomalij na finančnih trgih. Finančni vlagatelji precenjujejo svoje sposobnosti glede ocenjevanja donosnosti vrednostnih papirjev na trgu. To pomeni, da podcenjujejo varianco napake svojih napovedi za prihodnost. Študije so pokazale, da je eden izmed učinkov pretirane samozavesti prekomerno trgovanje in posledično pretirano nihanje cen vrednostnih papirjev, ki tako poleg ekonomskih tveganj in lastnosti vrednostnega papirja izražajo tudi posameznikovo neracionalnost (Peterlin, 2003, str. 28). Psihološki pojav, ki se prav tako pojavlja na finančnih trgih in ga lahko uvrstimo pod pretirano samozavest, je »pristransko samopripisovanje«. Pri tem gre za to, da samozaupanje vlagateljev naraste, če javna informacija potrdi njihovo privatno informacijo oziroma oceno. Samozaupanje pa ne pade proporcionalno, če javna informacija pokaže, da je bila vlagateljeva informacija napačna.

1.2.2 Napake zaradi preferenc

Večina modelov sodobne finančne teorije predpostavlja, da se posamezniki vedejo v skladu s teorijo maksimiranja pričakovane koristnosti, vendar pa na preference ljudi vplivajo tudi drugi dejavniki, ki so naštet in opisani v nadaljevanju.

a) Nenaklonjenost izgubi

Kahneman in Tversky (1981, str. 453-458) sta predstavila teorijo, ki opisuje kako se vlagatelji dejansko obnašajo, ko so postavljeni pred določeno odločitev v primeru negotovosti. Funkcija vrednosti nam kaže ostro asimetrijo med človekovimi načini vrednotenja dobičkov in izgub. To asimetrijo imenujemo nenaklonjenost izgubi (Daniel et al., 2001, str. 144). Empirične študije so pokazale, da ljudje dajejo izgubam dvakrat večjo težo kot pa dobičkom. Z drugimi besedami to pomeni, da je izgubljen evro približno dvakrat bolj boleč kot je veliko zadovoljstvo pri pridobljenem evru.

Z nenaklonjenostjo izgubi lahko obrazložimo težnjo vlagateljev k držanju naložb, ki prinašajo izgubo, in prezgodnjemu prodajanju naložb, ki prinašajo dobiček.

b) Miselno razvrščanje

Izraz »miselno razvrščanje« se nanaša na dejstvo, da ljudje različne dogodke oziroma stvari »miselno razvrščajo« v različne skupine in da odločitve, ki bi jih morali obravnavati povezano, ločujejo na posamezna vprašanja (Thaler, 1999, str. 184-185).

Vlagatelji so nagnjeni k ločenemu obravnavanju posameznih elementov posamezne naložbe. To lahko pripelje do neučinkovitih odločitev. Raziskave so pokazale, da so ljudje nekonstantni pri svojih naložbenih odločitvah. Za primer lahko vzamemo, da si posameznik sposodi po visokih obrestih za nakup potroškov, medtem ko istočasno varčuje po nižji obrestni meri za študij otroka.

c) Denarna iluzija

Večina ljudi dobro razume pojem inflacije in prav tako razumejo razliko med realnimi in nominalnimi vrednostmi, vendar jim je bolj naravno premišljevat in računati v nominalnih zneskih, to pa lahko privede do določenih napak oziroma pristranskih ocen (Shafir, Diamond & Tversky, 1997, str. 341-374). Odgovori na anketo o plači, ki jo je izvedel Shafir s sodelavci, so pokazali, da so zaposleni bolj zadovoljni z dva odstotnim zvišanjem plače v času štiri odstotne inflacije kot z znižanjem plače za dva odstotka v obdobju brez inflacije.

1.2.3 Omejenost arbitraže

Arbitraža je omejena tako zaradi stroškov kot tudi zaradi tveganja, ki je pri njej prisotno. Tveganje povezano z arbitražo, je temeljno tveganje dividend in kapitalskih dobičkov. Arbitraža ni mogoča za širok niz vrednostnih papirjev, saj ni mogoče vedno kupiti delnic in prodati substitutov. Poleg tega je prisotno še tveganje prodajne cene, če je investicijski čas omejen, če posamezni vlagatelji umaknejo svoja sredstva iz delnic s slabimi rezultati in so managerji prisiljeni predčasno prodati naložbe, zaradi stroškov izposojenega denarja ter če arbitri nimajo najboljših informacij (Barberis & Thaler, 2002, str. 348). Poleg transakcijskih stroškov in stroškov iskanja naložb z odklonom cene je prisotno še tveganje, da bodo trgovci na podlagi nepomembnih informacij odstopanje od cene še povečali (DeLong, Shleifer, Summers & Waldman, 1990, str. 703).

2 PSIHOLOGIJA VLAGATELJEV

Psihologija vlagateljev ima na borznem parketu izjemen pomen, saj se šele v turbulentnih časih pokaže, kateri vlagatelji so iz pravega testa. Vlagatelj se mora naučiti razmišljati s svojo glavo in se ne sme podrediti množici, ki je včasih pesimistično naravnana, v določenem obdobju pa jo zajame vsesplošna euforia. Uspešen vlagatelj mora znati obvladovati čustva in delovati uspešno tudi v ekstremno stresnih razmerah. Takrat bo izostril sposobnost zaznavanja informacij in sposobnost izkoriščanja le-teh sebi v prid. Prisotnost arogance in samozavesti včasih pomaga do dobičkov, problem pa nastane, ko se stvari ne odvijajo po načrtih. Vlagatelj se začne nagibati k čedalje večji pripravljenosti za tveganje, z namenom čim prej izravnati izgubo, na ta način pa prekorači mejo racionalnih odločitev.

Ljudje si že od nekdaj poskušamo razložiti in pojasniti vse, kar se dogaja okoli nas, naravne pojave, vedenje drugih ljudi in različne duševne pojave. Opazujemo druge ljudi, jih ocenjujemo in skušamo ugotoviti, kaj se dogaja v njihovih glavah, kakšen je njihov odnos do nas, kaj lahko pričakujemo v njihovem vedenju. Ni pa zato vsak človek psiholog.

V današnjem času je stres naš vsakdanji spremljevalec. Živimo dinamično in prav na vseh življenjskih področjih se od nas zahteva maksimum. Stres je na borzi vseskozi prisoten, ljudje pa pod stresom večkrat ravnamo čustveno. V okviru psihologije vlagatelja bomo v nadaljevanju podrobneje preučili stres kot enega izmed borznih igralcev, ki odločilno vpliva na odločitve vlagateljev v razmerah negotovosti.

Stresne razmere za sabo potegnejo različne čustvene odzive, ki pa se pomembno odražajo tudi na borzna dogajanja, zato si bomo natančno pogledali pojem čustvena inteligentnost in jo razvrstili v pet skupin sposobnosti.

Osebnost je relativno trajna celota vedenjskih in telesnih značilnosti, po katerih se posameznik razlikuje od drugih. Različna osebnost pa pripomore k različnim odzivom na borzi, zato si bomo natančno ogledali vedenjske teorije osebnosti in vpliv razvoja osebnosti na razvoj sposobnosti. Z razlago zaznavanja kot aktivnega procesa pa bomo spoznali, da je zaznavanje predvsem dejavnost interpretiranja informacij, ki pridejo do nas preko naših čutil in pomeni prvo stopnjo spoznavanja okolja.

Pri ravnanju z denarjem se obnašamo kot sicer v življenju, včasih razumno, včasih čustveno, včasih impulzivno ali povsem nerazumno. Podrobneje si bomo ogledali značilne pojave pri odločanju o naložbah, ki so povezani s tem. Predstavljenih bo pet pravil finančnega obnašanja.

2.1 Stres

Živimo v času in okolju, ki cenita predvsem materialne dobrine. Živimo prehitro, krčevito, površno, vedno se nam mudi in ne najdemo dovolj časa zase. Stres je povsem osebna izkušnja, ki nastopi kot posledica porušenega ravnovesja med zahtevami na eni strani in dojemanjem zahtev na drugi strani. Ko naše sposobnosti za obvladovanje okoliščin niso več kos zahtevam, izzivom in nevarnostim okolja, se razvije stres.

Beseda stres izhaja iz latinščine. Najstarejši zapis o pomembnosti stresa izhaja iz 11. stoletja. Arabski filozof Ala Ibn Hazm iz Córdoba je v razpravi o pomembnosti stresa kot dejavniku, ki določa vedenje, zapisal, da je vsestranskost bojzani temeljni pogoj človeškega obstoja in prvobitni pobudnik vsega, kar delamo. Beseda stres se je začela uporabljati šele v 17. stoletju. Služila je za opis nadloge, pritiska, muke, težave. V 18. in 19. stoletju so pomen besede začeli uporabljati za pojmovanje sile na fizični sistem, pritisk ali močan vpliv, ki deluje na predmet ali osebo. To je hkrati pomenilo, da zunanja sila vzbuja napetost v predmetu, ta pa skuša ohraniti svojo nedotakljivost tako, da se upira moči te sile. Danes imenujemo zunanjo silo obremenitev, notranjo stres, raztezanje pa napetost (Spielberger, 1985, str. 8-49).

Danes je stres stanje organizma oziroma telesna, fizična, duševna reakcija organizma na obremenitve. Je način, s katerim se organizem odzove na spremembo. Obremenitve

imenujemo dražljaji (stresorji), nanje pa organizem ni pripravljen, zato povzročajo zmedenost, nejevoljo in vzburjenost. Kako se posameznik sooča z obremenitvijo, se ji prilagodi in obvlada, je odvisno od njegove fizične in psihične pripravljenosti. Lahko mu pomeni oviro, zahtevo ali izziv (Božič, 2003, str. 17).

Borzni posredniki svoje delo opravljajo pod izjemnim pritiskom, posledice odločitev, ki jih sprejmejo, pa lahko vplivajo tudi nanje osebno in na trg kot celoto. Kjer je glavni izdelek denar, je visoka raven stresa stalnica. Čim večji so zneski, tem večji je stres za zaposlene. Britanska raziskava je pokazala, da so borzni posredniki uspešnejši, ko so vrednosti testosterona v njihovem telesu visoke. Najverjetnejši razlog za to je, da so zaradi testosterona moški samozavestnejši in pozorni, vendar pa so prevelike količine testosterona lahko tudi nevarne, saj moške naredijo lahkomišelnne. Raziskovalci univerze v Cambridgeu so zaznali tudi velike količine kortizona, ki pa naj ne bi bil povezan z neuspehom, temveč z negotovostjo. Visoki vrednosti testosterona in kortizona tako pripravita posrednike na tveganje, je dejal John Coates, ki je vodil raziskavo. Če testosteron doseže svoje fiziološke meje, kot bi se lahko zgodilo med visoko rastjo trga, se lahko tveganje spremeni v obliko odvisnosti, medtem ko visoke vrednosti kortizona med padci lahko borznikom pomagajo, da se tveganju izognejo. Raziskovalci so analizirali slino 17 borzних posrednikov v londonski finančni četrti med njihovimi običajnimi dnevi in obenem opazovali njihove zasluške in izgube. Dnevna vrednost testosterona je bila ob dnevih, ko so bili uspešni, izjemno visoka. Coatsova ekipa je pričakovala, da bodo ravni kortizona visoke ob manj uspešnih dnevih, a ni bilo tako, saj se je borznim posrednikom raven kortizona zvišala ob dnevih, ko je bila finančni položaj negotov. Coates, nekdanji borzni posrednik, pa je dejal, da bi raziskava lahko pomagala razložiti racionalno in neracionalno vedenje posrednikov (*Testosteron kriv za večji zaslužek*. Najdeno 23.05.2008 na spletnem naslovu http://www.rtv slo.si/modload.php?&c_mod=rnews&op=sections&func=read&c_menu=9&c_id=170558&rss=1).

Stres lahko pri posameznikih hitro povzroči izgubo sposobnosti za jasno odločanje, posebno če pade njihova samozavest. To vpliva na zdravje, družino in poklicno življenje, kajti stres na enem področju nujno vpliva tudi na druga področja. Napačne odločitve na delovnem mestu in doma lahko pripeljejo do nesreče ali prepira, finančnih izgub ali celo do izgube delovnega mesta.

Pri tistih, ki trpijo za stresom, je večja verjetnost, da se bodo vdali škodljivemu načinu obnašanja, ki lahko njih same, njihove delodajalce in družbo veliko stane. Tipični simptomi, kot so razpoloženska nihanja in ekscentrično obnašanje, povzročijo odtujenost pri sodelavcih. V nekaterih primerih lahko povzročijo izgubo zaupanja, kar vodi k resnim čustvenim problemom, kot je depresija.

2.2 Čustvena inteligentnost

Goleman (2001, str. 338) je definiral čustveno inteligentnost na naslednji način: Čustvena inteligentnost je sposobnost prepoznavanja lastnih čustev in čustev drugih, sposobnost osebnega motiviranja in obvladovanja čustev v nas samih in v odnosih z drugimi.

Čustveno inteligentni so tisti, ki ne samo znajo obvladati strah, temveč tudi ne dovolijo, da bi ta onemogočil njihovo sposobnost mišljenja, poleg tega pa so sposobni sami sebe motivirati, vztrajati kljub oviram, uravnavati svoje razpoloženje, se vživljati v čustva drugih in upati. Čustveno inteligentna oseba je optimistična in obvladana odrasla osebnost. V primerjavi z IQ, ki ostane vse življenje enak, se čustvena inteligentnost razvija in se z izkušnjami izpopolnjuje vse življenje (Urbanija, 2001, str. 44).

Na knjižnih policah, spletnih straneh, v raznih revijah in na poslovnih seminarjih je vse več napisanega in povedanega o pomembnosti čustev, o čustveni inteligentnosti ter njenih vplivih na poslovne odnose in uspehe. Čustva pri borznih aktivnostih večine zasebnih vlagateljev in celo pri pomembnem delu profesionalcev igrajo izjemno pomembno vlogo. Še dodatno pomembno vlogo imajo čustva zato, ker sta na borzi prisotna kompleksnost in nepopolnost informacij. Ker na podlagi racionalnih argumentov zelo težko sprejememo odločitve, pogosto prevladajo čustva.

Dejstvo je, da se na doživljanje dogajanj okrog nas odzivamo na različne načine. Dogajanja doživljamo s čustvi, ki so pozitivna ali negativna, z ugodjem ali neugodjem, z zadovoljstvom ali nezadovoljstvom, z veseljem ali žalostjo, z upanjem ali strahom, z ljubeznijo in s sovraštvom. Nekateri pojavi nas privlačijo, drugi nas odbijajo. Čustva nosijo v sebi zelo pomembne informacije o nas samih in drugih ter situacijah, v katerih se znajdemo.

Zavedanje svojih čustev, kakršna se porajajo, je temelj čustvene inteligentnosti, na katerem stoji vse drugo. Pomeni poznavanje in zaznavanje svojih trenutnih občutkov ter sposobnost, da jih v čim večji meri upoštevamo pri svojih odločitvah. Sam izraz »zavedanje sebe« poudarja neprekinjeno posvečanje pozornosti notranjemu stanju. Je nevtrarno razpoloženje, ki omogoča, da se tudi v stanju neobzdranih čustev umirjeno zavedamo svojih občutkov. Preprosto povedano, samozavedanje pomeni, da temeljito razumemo svoja čustva, pri čemer se zavedamo svojih močnih in šibkih točk ter svojih vrednot in motivov. Omogoča nam, da si prisluhnemo in se opazujemo pri delovanju in vplivamo na svoje vedenje in mišljenje tako, da obrnemo položaj v lastno korist.

Čustveno inteligentnost lahko razvrstimo v 5 skupin sposobnosti (Goleman, 1997, str. 61):

- poznavanje svojih čustev,
- obvladovanje čustev,
- spodbujanje sebe,
- prepoznavanje čustev drugih in
- uravnavanje odnosov.

2.2.1 Poznavanje svojih čustev

Temelj čustvene inteligentnosti je zavedanje svojih čustev in prepoznavanje le-teh. Glede na načine s katerimi se ljudje odzovejo na čustva in upravljajo z njimi jih lahko delimo v več skupin (*Čustvena inteligenca*. Najdeno 10.05.2008 na spletnem naslovu <http://www.dijaski.net/?stran=psi&sub=snov>):

Ljudje, ki se zavedajo sebe, so ljudje, ki se zavedajo svojega razpoloženja in čustev. Poznavanje čustev vpliva na celotno osebnost, ti ljudje so neodvisni, si sami postavljajo omejitve, na življenje gledajo s pozitivne strani in so duševno trdni. Iz nerazpoloženja so se sposobni hitro izvleči.

Dovzetni ljudje so ljudje, ki jim je večinoma jasno kaj občutijo, a so hkrati dovzetni za razpoloženja in jih ne poskušajo spremeniti. Te ljudi bi lahko delili v dve skupini. V prvo uvrstimo dobrovoljneže; tem ni mar, da bi spreminjali svoje razpoloženje. V drugi pa so ljudje, ki se dobro zavedajo svojega razpoloženja, a se kljub temu prepustijo slabi volji in ne ukrenejo ničesar, da bi se je znebili. Takšen vzorec je značilen za depresivne ljudi.

Popustljivi ljudje se pogosto pustijo premagati čustvom, zdijo se prešibki, da bi jim ubežali, in se bojijo, da bi prevzela nadzor nad njihovim življenjem. Svojih čustev se slabo zavedajo, zato se jim izogibajo, namesto da bi jih pravilno ocenili.

Poznamo tudi ljudi, ki se sploh ne zavedajo svojih čustev. Take ljudi imenujemo *aleksitimiki*. To niso osebe, ki ničesar ne čutijo, ampak ne vedo, kaj čutijo, in svojih čustev niso zmožni opisati. Podobno se lahko zgodi osebam, ki jim iz zdravstvenih razlogov opravijo poseg na možganih. Ti ljudje pogosto ne prepoznajo več pravih čustev in so odmaknjeni od ostalih ljudi.

2.2.2 Obvladovanje čustev

Potrebujemo primerno čustvovanje, čustvo, ki je primerno okoliščinam. Če svoja čustva preveč zatiramo postanemo pusti in zadržani. Če jih nasprotno ne obvladamo, se sprostijo do skrajnosti, hitro nas popade bes, neukrotljiva tesnoba, lahko se sprevržejo v bolezen. Svoja čustva moramo biti sposobni zadržati pod nadzorom. Načinov za nadziranje čustev, npr. jeze, je veliko, vsekakor pa je najslabši način dajanje duška. To jezo le še poglobi, četudi se ujezimo na pravo osebo ne dosežemo pravega učinka. Do boljšega rezultata bomo prišli, če se bomo ohladili in se mirno pogovorili z dano osebo.

2.2.3 Spodbujanje sebe

Včasih se nam zgodi, da zaradi prevelikega strahu ali treme popolnoma odgovemo na testu. Čustva prizadenejo zbranost in miselna sposobnost se jim vda. Proti temu se bojujemo na več načinov. Nikoli ne smemo ostati brez upanja, to je vera v voljo in moč za doseganje ciljev, kakršnikoli so že. Ljudje z močnim upanjem si zastavljajo višje cilje in se hkrati zavedajo, da morajo trdo delati, da jih dosežejo. Pomembno je, da obvladamo vzgibe, ki bi nas odvrnili od doseganja določenih ciljev. Zanimivo je, da se odzivanja na vzgibe in natančnega prepoznavanja okoliščin v družbi lahko naučimo. Znano je tudi, da slabo razpoloženje usmerja spomin v negativno smer, zato se verjetno včasih odločamo s strahom in preveliko previdnostjo, neobvladljiva čustva pa motijo razum.

Nasprotno dobra volja povzroča, da se spomnimo več pozitivnih stvari in nas spodbuja, da se odločimo za drznejše in bolj tvegano dejanje. (*Čustvena inteligenca*. Najdeno 11.05.2008 na spletnem naslovu <http://www.lunin.net/forum/blog/valkira/index.php?showentry=211>): »Optimizem enako kot upanje pomeni izredno močno pričakovanje, da se bodo stvari iztekle dobro, kljub oviram. Z vidika EQ je optimizem stališče, ki nas brani pred brezumjem in depresijo, kadar nam ne gre najbolje. Ena najvišjih sposobnosti čustvene inteligentnosti je izliv. Izliv je največja skrajnost v obvladovanju čustev, da bi dosegli višjo storilnost ali boljši učni uspeh. Takrat so čustva zbrana, pozitivna, nabita z energijo in pripravljena na izpolnitev naloge. Izliv doživimo, ko neko stvar veliko vadimo in smo izredno zbrani, npr. skladatelj, ko piše, športnik, ko doživi izjemen uspeh«.

2.2.4 Prepoznavanje čustev drugih (empatija)

Empatija sloni na zavedanju sebe. Čimbolj smo odkriti do svojih čustev, tembolj jih znamo razbrati. Empatija je v življenju pomembna na več področjih: v prodaji, na vodilnih položajih, v starševstvu in političnem delovanju. Takoj opazimo pomanjkanje empatije pri psihopatskih kriminalcih, posiljevalcih in pedofilih. Empatija se začne razvijati že pri zelo majhnih otrocih, ki so sposobni začutiti stisko svojega prijatelja, in mu priskočijo na pomoč.

2.2.5 Uravnavanje odnosov

Je spretnost uravnavanja čustev pri drugih in uravnavanje in ohranjanje medsebojnih odnosov. Ljudje, ki se odlikujejo v teh spretnostih so mnogokrat vodje skupin, posredniki, ki rešujejo probleme s pogajanjem, dobri podjetniki, pravniki. Imajo talent za empatijo in navezovanje osebnih stikov, ki olajša začetek pogovora, omogoča prepoznavanje skrbi drugih in se odziva nanje. Takšni ljudje hitro dojemajo, kaj čutijo drugi, in vzpostavijo občutek povezanosti, intimen odnos. Take osebe so tudi zelo dobri terapevti in svetovalci.

2.3 Osebnost

Vlagatelji se velikokrat znajdejo v zelo stresnih situacijah, kjer morajo v razmerah negotovosti sprejeti vrsto pomembnih odločitev. V takih pogojih lahko posamezno odločitev povežemo z osebnostjo posameznega vlagatelja. Predvsem so učinki stresa tesno povezani z osebnostmi posameznikov. Enaka raven stresa učinkuje na različne ljudi različno in vsaka oseba pozna različne načine obvladovanja stresa. Če poznamo te tipe osebnosti, lahko analiziramo posamezno odločitev, ki je bila sprejeta pod vplivom stresa.

Duševni procesi se med seboj prepletajo in tvorijo posameznikovo osebnost. V življenju se ne pojavljajo med seboj ločeni posamezni procesi in funkcije, marveč so organizirani v edinstven in neponovljiv splet duševnih in telesnih značilnosti. Te enkratne, značilne in kompleksne psihofizične celote označujemo z izrazom osebnost (Gasar, 2005, str. 58).

V okviru osebnosti bom v nadaljevanju predstavil vedenjske teorije osebnosti ter razložil vpliv razvoja osebnosti na razvoj sposobnosti, zadnji del pa bo namenjen zaznavanju kot aktivnemu procesu.

2.3.1 Vedenjske teorije osebnosti

Pod vplivom objektivne psihologije in behaviorizma so se pojavljali tudi novi pogledi na osebnost. V teh pogledih in teorijah je postavljeno v ospredje obnašanje, ki ga je mogoče objektivno proučevati (vedenjske teorije osebnosti). Pri obnašanju proučujemo predvsem zveze med dražljaji in odgovori (odzivi) na dražljaje. Po vedenjskih teorijah se posameznik rodi z relativno omejenim vzorcem obnašanja. V procesih pogojevanja, učenja in posnemanja pa nastajajo vedno novi in vse bolj zapleteni vzorci obnašanja. Tako se posameznikova osebnost postopno oblikuje kot skupek izidov pogojevanja, učenja in izkušenj. Človek se od malega uči, vendar v procesih učenja ni pasiven, saj sam sproža svoja dejanja, in če naleti na dober odziv (nagrado, ojačitev), se ta dejanja utrjujejo in postajajo del njegovega trajnega obnašanja. In kot učijo, pogojujejo in nadzirajo drugi nas, tako se tudi sami naučimo učiti, pogojevati in nadzirati druge in same sebe.

Po vedenjskih pojmovanjih je posameznikova osebnost posledica predvsem vplivov okolja in učenja. Osebnost predstavlja relativno značilni sklop vedenj, ki so se oblikovala pod vplivom izkušenj, različnih oblik pogojevanja in učenja. Pojasniti jo je mogoče na osnovi zakonitosti učenja. Na dražljaje se odzivamo z različnimi odzivi, nekateri od teh odzivov pa imajo za posameznika večjo vrednost, kar pomeni zadovoljitev (redukcijo) neke motivacijske težnje (gona). Po mnenju behavioristov se pod vplivom dražljajev, ki ojačujejo različne odzive (ojačevalci), oblikujejo relativno stabilni vzorci obnašanj, navade. Osebnost tvori skupek takšnih navad. Zaradi zelo različnih izkušenj in učenja se pri posameznikih oblikujejo tudi različni sklopi navad. S tem lahko z vedenjskega vidika razložimo velike medosebne razlike.

Poseben pomen pri učenju in oblikovanju vedenja imajo socialni in kognitivni procesi. Oblikovanje osebnosti je pod močnim vplivom drugih oseb, pa tudi pod močnim vplivom načinov, kako vidimo svet in kako sprejemamo in predelujemo informacije. Niso pomembni le zunanji dražljaji kot takšni, ampak predvsem to, kako jih zaznavamo. Sodobne vedenjske teorije se tako približujejo socialnim in kognitivnim pojmovanjem osebnosti.

Zasluga behaviorizma je, da je znal pokazati na pomembnost učenja in vplivov okolja pri oblikovanju osebnosti. Vedenjske teorije osebnosti so tudi teoretično »močne«, imajo izdelane jasne teoretske pojme in pojasnjevalne mehanizme. Očitno pa je v klasičnih vedenjskih pojmovanjih preveč zanemarjen dispozicijski, dedni potencial posameznikove osebnosti. Nekatere temeljne osebnostne lastnosti, poteze in sposobnosti so precej odvisne od dednosti in se oblikujejo v okviru dispozicijskih potencialov. S še tako ustreznim učenjem ne moremo npr. povečati posameznikove inteligentnosti preko mej, ki jih določa ta potencial. Iz osebe, ki je »po naravi« introvertna, ne moremo vzgojiti tipičnega ekstraverta.

2.3.2 Vpliv razvoja osebnosti na razvoj sposobnosti

Okvirno lahko osebnostni razvoj posameznika razdelimo na pet večjih razvojnih obdobjih (Gasar, 2005, str. 58-67):

- otroštvo, ki traja do pubertete, in je dolgo obdobje, v katerem je razvoj osebnosti najbolj hiter in dinamičen.
- mladostniška doba, ki je relativno krajše obdobje (približno od 12. leta do 20 let) in pomeni prehod iz otroštva v odraslost, od nesamostojnega življenja k samostojnosti in neodvisnosti. Za to obdobje je pomemben fiziološki in socialni razvoj in sovпада tudi s telesnim in spolnim dozorevanjem. V tej dobi pa dosežejo svoj vrhunec tudi nekatere telesne in intelektualne funkcije. V ospredju so problemi v zvezi z iskanjem lastne identitete (kriza identitete) in vzpostavljanjem partnerskih odnosov. Obdobje mladostništva se pogosto povezuje z uporniškimi obnašanjem.
- odrasla doba je doba, v kateri je značilen zaključek šolanja, pridobitev poklica in dela, sklenitev zakonske zveze, oblikovanje družine ipd. Poleg družinskih in vzgojnih problemov, so v tem obdobju pomembna sestavina življenja še finančne, materialne in stanovanjske zadeve.
- doba zrelosti, v kateri naj bi prišlo do relativne ustalitve in stabilnosti. Negotovost in skrbi prejšnjega obdobja so premagane. V mnogih pogledih je posameznik v tem obdobju resnično na višku življenja. V poznih zrelih letih (nekako po 40. letu) pa se pojavijo nove zahteve in spremembe, zaradi katerih je za marsikoga to obdobje kritično (kriza srednjih let).
- starost, ki zajema obdobje, ki mu naša družba ne posveča dovolj pozornosti. To obdobje pa je poleg nekaterih prednosti, povezano tudi z mnogimi težavami kot so upokojitev, izguba prijateljev, partnerja, pešanje telesnih in umskih zmogljivosti, težave z zdravjem ipd.

Človek se rodi z določenimi podedovanimi značilnostmi, to je z značilnostmi vsakega človeškega bitja in tudi z nekaj določenimi specifičnimi podedovanimi posebnostmi. Kaj bo v življenju postal, v kaj se bo razvil, je odvisno od dednih osnov, vendar zagotovo ne samo od njih. Razvoj psihičnega življenja in vedenja posameznika sta odvisna še od drugih faktorjev, od okolja (družbenega in socialnega) in od aktivnosti, ki jih človek izvaja v svojem življenju.

Mnenja strokovnjakov o vlogi teh faktorjev, posebej še o vlogi dednosti in okolja so različna in nekatera prav neupravičeno dajejo prednost le enemu od teh dveh. Dednost in okolje pa sta nujno potrebna za razvoj posameznika. To ne pomeni, da oba v enaki meri določata razvoj človeka in njegovih lastnosti. Razvoj posameznika poteka pod vplivom okolja na vse tisto, kar mu je bilo prirojeno, kakor tudi na tisto, kar se je pod vplivom okolja v njem že razvilo.

Lahko torej sklepamo, da bo to, kar bo človek dosegel v svojem življenju odvisno od treh faktorjev: dednosti, okolja in od njegove lastne dejavnosti. Človeku, ki na primer živi v zaostalem okolju, je, čeprav ima potencialne možnosti, da bi razvil svoje sposobnosti, to praktično onemogočeno. Z zamenjavo okolja pa se poveča verjetnost, da bo z aktivnostjo razvil tisto, kar mu je onemogočalo prejšnje okolje.

Vse tisto, kar v našem vedenju ni podano z biološko dednostjo, je pridobljeno z učenjem (zavednim ali nezavednim). Naša spretnost in navade, naše znanje in motivi in razne lastnosti so v prvi vrsti rezultat učenja. Učenje je zato proces, ki je postal nepogrešljiv ne samo zato, da bi človek obstal, temveč tudi proces, zaradi katerega je možen razvoj človeka.

2.3.3 Zaznavanje kot aktivni proces

Zaznavanje je prva stopnja spoznavanja okolja in pomeni sprejemanje in razlaganje sporočil, ki prihajajo iz njega. Z zaznavanjem (ali percepcijo) mislimo na dejavnost interpretiranja informacij, ki pridejo do nas prek naših čutil. Tako na primer, ko nekaj gledamo, ne vidimo zgolj vzorcev svetlobe, teme in barve, temveč predmete. Takšne predmete tudi prepoznavamo ali pa vemo, da česa takšnega nismo še nikoli prej videli. Možgani torej informacij ne sprejemajo zgolj pasivno, temveč tisto, kar vidimo, interpretirajo in skušajo osmisлити. Naše vsakdanje zaznavanje je torej v veliki meri odvisno od okolja in od vrste stvari, katerih smo navajeni.

Vendar pa na zaznavanje močno vplivajo tudi drugi dejavniki, kot so naša pričakovanja in naša motivacija. Domneva se, da v človeku nastane posebno stanje, ki se imenuje zaznavna naravnost, v katerem postanemo pripravljeni, da sprejmemo nekatere vrste informacij, ne pa nekih drugih.

Nekaj študij je pokazalo, da lahko tudi čustva vplivajo na zaznavanje. Solley in Haigh (Gasar, 2005, str. 39-44) sta proučevala vpliv pričakovanja veselega dogodka, božiča, na otroke. Otroke, ki sta jih proučevala, sta prosila, da so v tednih pred božičem in v tednih po njem

narisali božička. Bolj se je božič približeval, večje so postajale slike božička in več daril je bilo okoli njega. Po božiču so darila izginila, slike božička pa so postajale vse manjše.

2.4 Pet pravil finančnega obnašanja

Primerov za naše neracionalno obnašanje je veliko: impulzivni nakupi ob razprodajah, evforije ob otvoritvah trgovskih centrov, panične prodaje delnic zaradi neke slabe novice o podjetju. To pravzaprav ni čudno. Bolj je presenetljivo, da je ekonomska teorija ves čas temeljila na nasprotni predpostavki, namreč, da se udeleženci na trgih - od potrošnikov v vsakodnevem življenju do vlagateljev na borzah - obnašajo racionalno. Da torej vsak posameznik kupuje, prodaja, investira tako, da bo njegova skupna korist oziroma splošno ugodje, ki vključuje tudi nematerialne vidike zadovoljstva, kar največje.

Ogledali si bomo nekaj konkretnih primerov iz vsakdanjega življenja in iz borzne prakse (Kodrič, 2006, str. 7):

1) Predalčkanje

Podzavestno ločevanje ali različno obravnavo denarja oziroma premoženja v splošnem imenujemo predalčkanje. Različne zneske denarja, tako tiste, ki jih že imamo, kot tiste, ki jih nameravamo šele zaslužiti, v mislih razporejamo v različne predalčke in se do njih obnašamo različno, glede na namen porabe ali na način pridobitve. Nesporno je, da veliko lažje zapravimo denar, ki je prišel na lahek način (npr. kot darilo ali dobiček na loteriji) ali pa ga obravnavamo samo kot darilo (npr. vračilo dohodnine od države ali prejete dividende). Racionalno pa bi bilo, da bi na vsak znesek gledali enako, ne glede na to, kako je bil pridobljen.

Ta učinek opazimo pri večjih nakupih. Porabiti enak znesek v okviru večjega nakupa, npr. 500 EUR za dodatno opremo pri novem avtu za 20 000 EUR nam je manj boleče, kot to narediti samostojno. Tega se dobro zavedajo prodajalci. Primer: zavarovalni zastopniki nam bodo ob sklepanju police življenjskega zavarovanja hkrati ponujali še dodatna kritja za nezgodo ali invalidnost, češ da gre samo za dodatnih 5 evrov pri mesečni premiji, kar je skoraj zanemarljivo.

2) Izogibanje izgubam

Izogibanje potencialnim izgubam je globoko vsajen instinkt, ki je bil nujno potreben za preživetje človeštva v težkih razmerah. Izkazuje se tako, da pri odločanju upoštevamo najslabši možni izid in se mu poskušamo izogniti. V zvezi z denarjem opazimo razliko pri občutenju izgub in dobičkov. Psihološko nam recimo izguba 500 EUR povzroči bistveno večje neugodje kot pa nam dobiček 500 EUR zagotavlja ugodja. Ljudje torej ravnajo v skladu z načelom najmanjšega obžalovanja, ne pa največje možne koristi.

Posledica tega je izogibanje ekstremom. Trgovci zato v izložbo postavijo tri artikle, od najcenejšega do najdražjega. Ponavadi se največ proda tistega s ceno med obema ekstremoma. Kupec se želi izogniti potencialnemu razočaranju zaradi nizke kvalitete (pri najcenejšem artiklu) oziroma neugodju zaradi nepotrebne razsipnosti pri najdražjem artiklu. Zato ubere srednjo pot, pri kateri bo neugodja najmanj.

Pri trgovanju z delnicami se strahu pred izgubo pridruži še element dokončnosti. Če cena naše delnice na borzi pade pod našo nabavno ceno, je izguba fiktivna vse do trenutka, ko delnico zares prodamo za manj, kot smo zanjo dali pri nakupu. Šele takrat je izguba realizirana in dokončna. Odlaganje neprijetnega občutka dokončne izgube pogosto pomeni odlašanje s prodajo v upanju, da se bo cena delnice spet obrnila navzgor. Empirične raziskave potrjujejo, da zaradi tega vlagatelji v povprečju prepozno prodajo slabe delnice, ravno tako pa prehitro prodajo dobre delnice, v želji, da »zaklenejo« oziroma realizirajo dobiček.

3) Ohranitev obstoječega stanja

Pri tehtanju o tem, ali ohraniti stanje tako, kot je, ali pa se podati na pot sprememb z negotovim izidom, ponovno pride do izraza princip izogibanja izgubam. Tu se manifestira tako, da psihološko oklevamo pred odločitvijo v strahu, da sprememba ne bi bila na slabše namesto na boljše, zato do odločitve včasih sploh ne pride. Nagnjeni smo torej k ohranitvi sedanjega stanja (status quo bias). Slovenska tradicija pri tem še posebej izstopa, saj imamo celo pregovor, ki privoščljivo obsoja drzejše ali podjetnejše posameznike: »Kdor visoko leta, nizko pade«.

Isti efekt zaznamo tudi, kadar smo soočeni s preveliko izbiro. Če se mora človek odločiti med denimo 20 možnimi izbirami, na primer marmelade v trgovini, se pogosto zgodi, da se ne more odločiti in ne stori ničesar. In to kljub temu da je katerakoli od 20 izbir ustrezna, oziroma, da ne bo nič narobe, ne glede na to, katero marmelado izberemo, podzavest sklepa, da je malo verjetno, da bi se med tako številnimi možnostmi odločili »pravilno«. Posledica je nelagodje zaradi verjetne »napačne« odločitve.

Kombinacija zgoraj omenjenih učinkov vodi do pretiranega vrednotenja tistega, kar že imamo v lasti. Tu gre za navezanost do predmeta, ki ga že posedujemo. Ko prodajamo rabljen avto, smo ponavadi razočarani nad izkupičkom, saj smo podzavestno svoj stari avto vrednotili višje od cene, ki nam jo je na koncu priznal trg.

Tudi efekt posedovanja znajo dobro izrabiti trgovci. Radi nam dajo garancijo vračila denarja, če v 30 dneh s kupljenim izdelkom ne bomo zadovoljni. Pri tem računajo na to, da se bomo v mesecu dni na izdelek že tako navadili, da ga ne bomo vrnil, tudi če ne bo v celoti izpolnil naših pričakovanj.

V najsplošnejši obliki pa je efekt posedovanja utelešen v znani marketinški ugotovitvi: »Lažje je obdržati obstoječo stranko, kot pridobiti novo«. Seveda, kajti pri pridobivanju nove stranke je treba premagati še njeno težnjo po inerciji.

4) Nespretnost s številkami

Ker so udeleženci na trgih ljudje, ne pa roboti, pridejo do izraza tudi težave, ki jih ima večina ljudi s številkami in z računskimi koncepti. Obrestno-obrestni račun je človeku neintuitiven. Zlahka se spregleda, da dve zaporedni podražitvi za 10% ne dasta enakega rezultata kot ena sama za 20%. Ali obratno, če je cena delnice padla za 50%, mora za tem zrasti za 100%, da se bo vrnila na izhodišče.

Po drugi strani pa številke pogosto delujejo kot referenčne točke, ki nam služijo za primerjavo, kljub temu da včasih te primerjalne točke nimajo nobene informativne vrednosti. Primer lahko opazujemo na razprodajah v trgovinah. Prej bo zmanjkalo izdelkov s 40% popustom, kot tistih z 10% popustom. Kupci pri tem odmislijo povsem realno možnost, da so bile cene 40-odstotno znižanih izdelkov pred tem tudi nerealno napihnjene.

5) Pretirana samozavest

Za konec pa ostaja tisto opažanje, ki je bilo glavni povod za raziskave vedenja udeležencev na borzah. Če bi veljala domneva racionalnega obnašanja na učinkovitih trgih, bi moralo biti dejanskega prometa (nakupov in prodaj) relativno malo. V tem primeru bi razumni borzniki namreč približno enako ocenjevali cene vrednostnih papirjev na podlagi približno enakih sposobnosti in enakomerne obveščenosti. Vlagatelji bi svoje naložbe v povprečju držali dolgo časa.

Vendar, v nasprotju s temi predpostavkami, realnost ni taka. Z delnicami in obveznicami se divje trguje, ravno tako je veliko preskakovanja iz enega vzajemnega sklada v drugega. Raziskovalci ponujajo odgovor: gre za pretirano samozavest udeležencev.

Upravljavci premoženja so prepričani, da so boljši od povprečja svojih konkurentov in enako velja za vlagatelje. Ti zase menijo, da so sposobni izbrati pravo delnico ali najperspektivnejši sklad ali vsaj najboljšega upravljavca. Kadar jim uspe, pripišejo uspeh sebi in svojim sposobnostim. Kadar pa se ne izide po pričakovanjih, je kriva smola, neugodne razmere na trgu, slab nasvet borznega posrednika in podobno.

Samozavest je seveda gonilo človekovega napredka. Če ne bi nadpovprečno samozavestni posamezniki verjeli v nemogoče, marsikaterega tehnološkega dosežka ne bi bilo. Pa vendar, pri človekovih umskih ali fizičnih ali katerihkoli drugih sposobnostih gre za porazdelitev slučajne spremenljivke. Odličnih in zelo slabih posameznikov je malo, večina jih pristane nekje okoli povprečja. Medtem ko se povprečni posameznik zlahka sprijazni z dejstvom, da nikoli ne bo sposoben skočiti dva metra v višino, marsikateri amaterski vlagatelj trdno

verjame, da bo s svojim spretnim aktivnim trgovanjem z delnicami ali skladi dolgoročno dosegal 15% povprečno donosnost. Le redkim z veliko sreče bo to zares uspelo.

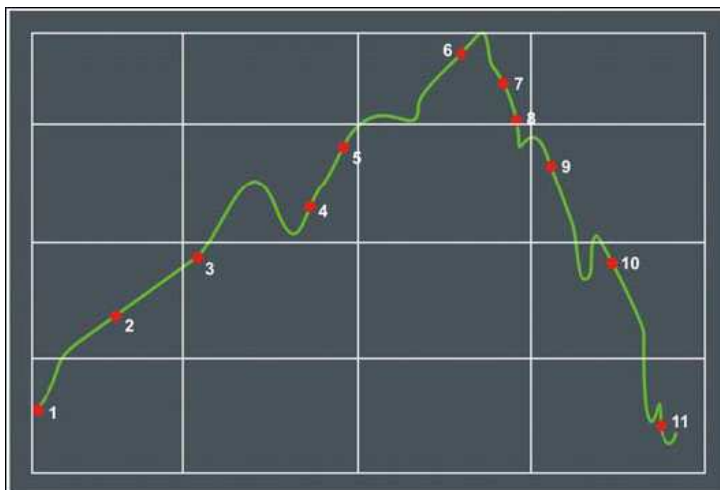
3 EMPIRIČNI DEL

V vsakdanjem življenju je pravočasnost pomembna. Tako tudi na borznih trgih. Upravitelji investicijskih skladov, veliki in mali vlagatelji in vsi, ki so na borzah, skušajo kupovati, ko je še poceni in prodajati, ko so papirji že predragi. Vendar je dejansko ravnanje vlagateljev na borzah še vedno enako: kupuje se tisto, kar raste, in prodaja se tisto, kar pada (Turkovič, Borza: pomemben je timing! Najdeno 10. junij 2008 na spletnem naslovu http://www.mojdenar.com/borza/tuji_trgi.asp?komentar=364).

Klasična fundamentalna (temeljna) in tehnična analiza štejeta že desetletja kot pripomoček, ki se ga poslužujejo vlagatelji na kapitalskem trgu pri izboru naložb ali trenutku vstopa. Izkušnje pa so nas naučile, da obnašanje vlagateljev na borzah pogosto ni racionalno in da pretirano reagirajo na informacije. Zato se je v zadnjih letih kot analitično orodje močno okrepila tudi borzna psihologija oziroma vedenjske finance. V razprave med "tehniko" in "fundamentalisti" so se torej vključili še "behavioristi", ki stavijo na spoznanja o vedenjski in socialni psihologiji ter se v prvi vrsti zanašajo na indikatorje razpoloženja vlagateljev. Borzno psihološki in novičarsko psihološki pristop ni namenjen samo dolgoročnim vlagateljem, ampak je zanimiv tudi za tiste, ki trgujejo kratkoročno (Dolenc, 2007, str. 8).

Na naslednjem primeru je vidna situacija, kako lahko vedenjska psihologija vpliva na razpoloženje vlagateljev. Mineva dobro leto od takrat, ko je osrednji domači borzni indeks SBI 20 dosegel svojo zgodovinsko najvišjo vrednost pri 12.242 indeksnih točk. Takrat so bile v medijih prisotne samo pozitivne novice in razpoloženje na trgu je bilo evforično, kar pa je pomenilo, da je bil trg v izrazitem pregretem stanju. Žal velika večina borznih udeležencev tega stanja ni prepoznala in se sedaj z grenkim priokusom spominja tega obdobja. Kritični in opozorilni glasovi stroke so bili ignorirani. Razesajala je delniška vročica, ki je "obnorela" skoraj vsakogar. Ta emocionalna vročica, ki je obvladovala množico ljudi, je izločila njihovo racionalno razmišljanje. Zanimalo jih je le, kako bodo nasitili ta svoj čredni nagon ("če gre eden, gremo vsi"). Pozneje je bilo vsakemu samoumevno jasno, da je bil to najboljši čas za prodajo vrednostnih papirjev (Dolenc, 2007, str. 9).

Slika 1: Tipičen borzni cikel



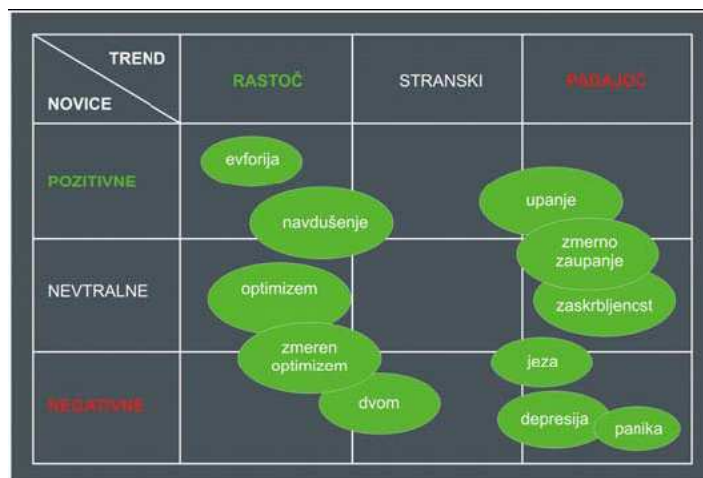
Vir: Dolenc, 2007, str. 8.

Opis tipičnega borznega cikla, razlaga točk iz Slike 1 (Dolenc, 2007, str. 8):

1. **Depresija.** Večina vlagateljev je potrta zaradi izgube. Redkokdaj si upa vstopiti na trg v tem trenutku. Novice imajo zelo negativen pečat.
2. **Skepsa.** Glavnina vlagateljev ne zaupa v rast tečajev, ker menijo, da je trg že toliko narasel, da bolj ne more. Na površje začnejo v majhni količini prihajati prve pozitivne novice. V tem trenutku na trg vstopajo najbolj pogumni vlagatelji.
3. **Zmeren optimizem.** Opaziti je mogoče občutno pomirjenje. Položaj novic ima še vedno pretežno negativen pečat. Naraščajoče število pozitivnih novic pa prepriča del prejšnjih skeptikov.
4. **Optimizem.** Vzpon postane občuten. Večina previdno tvega le del likvidnosti za nakupe. Še vedno so na trgu prisotne negativne novice, vendar je število prepričljivih pozitivnih novic naraslo.
5. **Navdušenje.** Optimizem se sprevrže v prepričanje, da bo trend trajen. Pretežno pozitivne informacije nad razcvetom gospodarstva podpirajo rast tečajev.
6. **Evforija.** Špekulativna faza je v polnem teku. Borzna vročica je zajela širok krog ljudi. Pozitivne novice obvladujejo trg. Obstaja komaj nekaj negativnih novic, če se že pojavijo, potem so ignorirane.
7. **Upanje.** Množica je polna pričakovanj. Novice so še vedno pozitivne, ampak postopoma začnejo naraščati opozorilni glasovi. To so govornice konsolidacije.
8. **Zmerno zaupanje.** Večina vlagateljev se kljub padajočim tečajem še naprej trdno drži svojega utrjenega prepričanja. Novice so pretežno pozitivne, ampak število negativnih novic in pesimistov počasi narašča.
9. **Zaskrbljenost.** Pri večini vlagateljev se poraja bojazen, da tečaji vendar ne morejo več naprej rasti. Mnogi nočejo realizirati izgube. Razmerje pozitivnih in negativnih novic je v ravnotežju.
10. **Strah.** Razpoloženje se spremeni. Število pesimistov je večje od optimistov.

11. **Panika.** Čredni nagon se pojavlja tako, da množica, brez oziranja na izgubo, prodaja. Pojavi se depresija.

Slika 2: Možni scenariji glede na novice in gibanje tečajev



Vir: Dolenc, 2007, str. 9.

3.1 Izhodišča raziskave

Osrednji del mojega diplomskega dela je raziskava med štirimi slovenskimi borzno-posredniškimi hišami (Medvešek Pušnik, KD Group, Pespektiva in Poteza), kjer me zanima vpliv čustev na obnašanje in odločanje borznih posrednikov. Borzni posredniki se odločajo na podlagi znanj in predhodnih izkušenj, pridobljenih z leti trgovanja na borzi, zato so njihove odločitve bolj ustaljene in naučene kot odločitve malih vlagateljev, ki lažje dovolijo čustvom odločilno vplivati na naložbene odločitve. Skozi raziskavo sem želel odkriti, kako so se borzni posredniki kot izkušeni vlagatelji odzvali na situacije, ko so se morali odločiti v negotovih razmerah. Zanimalo me je tudi njihovo mnenje in stališča do vedenjskih financ.

V raziskavi sem ugotovil:

- ali je pomembno poznavanje psihologije vlagateljev pri naložbenih odločitvah,
- ali psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnim odločitvam na trgu kapitala,
- ali je možno predvideti določene napake v vedenjskih vzorcih vlagateljev in z njimi pridobiti,
- ali čustva borznih posrednikov vplivajo na njihove naložbene odločitve,
- ali so borzni posredniki sposobni prepoznati lastna čustva in čustva drugih,
- ali se borzni posredniki odločajo drugače kot sicer, ko je prisoten stres,
- ali se pri vlaganju v naložbe borzni posredniki obnašajo enako kot v vsakdanjem življenju,
- ali so po naravi borzni posredniki optimisti,
- ali se borzni posredniki večkrat podredijo množici in

- ali imajo borzni posredniki v spominu dogodek, ko so ustvarili veliko izgubo in velik dobiček.

3.2 Hipoteze

Hipoteza 1: Pomembno je poznavanje psihologije vlagateljev pri naložbenih odločitvah.

Psihologija je vse - tudi na borzi. Pred kratkim umrli milijarder, Andre Kostolany, velja za enega največjih borznih mojstrov in poudarja, da borzo v 90 odstotkih ustvarja psihologija. V tujini je bilo izvedenih že veliko raziskav in bilo pridobljenih veliko izkušenj, ki so potrdile, da psihologija vlagatelja bistveno vpliva na njegove naložbene rezultate. Nihanje optimizma in pesimizma, posebno veliki borzni zlomi dokazujejo, da je kroženje denarja zelo kaotičen proces (Kostolany, 2002, str. 15). Kako vlagatelj denarja preživi v kaosu? Potrebno je seveda poznavanje vseh morebitnih pasti in zank, ki jih prinaša psihologija, ter pripravljenost odgovorov na vsako nepredvidljivo stanje.

Hipoteza 2: Psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnim odločitvam na trgu kapitala.

Pomembna razlika v vedenju se kaže predvsem v tem, da v bikovskem trendu na trge kapitala ljudje vlagamo ogromne količine denarja, ki posledično dvigujejo borzne tečaje še bolj. V medvedjem trendu, ki je včasih lahko tudi obdobje odličnih nakupnih priložnosti, pa je videti predvsem odtok denarja iz borznih trgov ali pa prelivanje tega v druge, konservativnejše oblike investicij. Tako pretirano nakupovanje kot pretirane razprodaje ne koristijo ponavadi nikomur, razen finančnim posrednikom oziroma institucijam, ki zaslužijo z nakupnimi ali prodajnimi posredniškimi provizijami.

Hipoteza 3: Možno je predvideti določene napake v vedenjskih vzorcih vlagateljev in z njimi pridobiti.

Racionalno ekonomsko vedenje zahteva, da pogledamo v prihodnost in odkrijemo, kaj lahko pričakujemo. Težava je v tem, kako si predstavljamo to v prihodnosti. Smo edina bitja, ki lahko zremo daleč v svojo prihodnost – edina bitja, ki lahko miselno potujejo skozi čas, predvidijo raznolike prihodnosti in izberejo tisto, ki prinaša največ užitkov in/ali najmanj trpljenja. To je edinstvena prilagoditev, ki je naključno neposredno povezana z evolucijo prednjega možganskega režnja, saj pomeni, da se lahko učimo iz napak še preden jih naredimo. Da bi se odločili, ali je bolje imeti operacijo na žolčniku ali poležavati na obalah Karibskega morja, ni potrebno, da smo kaj od tega že doživeli. To morda počnemo bolje od vseh drugih bitij, toda glede na raziskave, naše odločitve še vedno niso popolne. Naša sposobnost za simuliranje prihodnosti in sposobnost predvidevanja naših odzivov nanjo sta močno nezanesljivi in ljudje so redko tako srečni ali pa nesrečni, kot sami pričakujejo, da bodo.

Hipoteza 4: Čustva borznih posrednikov vplivajo na naložbene odločitve.

V naraščajočem obdobju (bikovskem trendu) prevladuje pohlep, v padajočem (medvedjem trendu) pa strah. Obe čustvi povzročata, da večina vlagateljev kupuje in prodaja vrednostne papirje ravno v napačnem času.

Pri investiranju v delnice se pri vsakem vlagatelju prepletajo naslednja čustva: navdušenje, strah, panika, upanje in pohlep. Če k temu dodamo še kanček naivnosti in nezdravega optimizma ter pomanjkanja izkušenj, hitro dobimo vlagatelja, ki ga po morju naložb močno premetava. Močno premetavanje pa ne prinese nič dobrega.

Tudi borzni posredniki imajo čustva, vendar na podlagi izkušenj lažje sprejemajo določene nepredvidljive dogodke, kar pa ne pomeni, da čustva ignorirajo. Znanje in izkušnje postavijo pred čustva in na podlagi tega sprejmejo odločitve.

Hipoteza 5: Borzni posredniki so sposobni prepoznati lastna čustva in čustva drugih.

Šele ko se naučimo prepoznati lastna čustva, se lahko nanje pravilno odzovemo, ne glede na to, ali so prijetna ali neprijetna. Pomembno je, da si čustvo, ki se v nas pojavi, tudi priznamo. Še najbolje je, da čustvo na glas poimenujemo, da sami sebe slišimo, pa čeprav nam morda ne bo pretirano všeč, da nas neka nepomembna malenkost povsem vrže iz zastavljenega tira. Mnogi svojih čustev sploh ne razumejo in se zato nanje odzivajo povsem napačno. Določeno čustvo, ki je za osebo nesprejemljivo, postane predmet potiskanja izven zavesti v nezavedno. Običajno se potiskajo in pozabljajo tudi določene psihične vsebine, ki niso povezane z določenim čustvom. Indirektno pa to vpliva in se izraža skozi sanje, spodrsaljaje, simbolične kretnje in simptome.

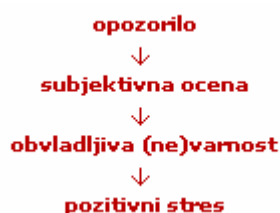
Ko pričnemo spoznavati svoja čustva, jih lahko postopno opazimo tudi pri drugih. To pomeni, da lahko z nekom nekaj enako občutimo, in ne samo sočustvujemo.

Hipoteza 6: Borzni posredniki se odločajo drugače kot sicer, ko je prisoten stres.

Ko se pojavi situacija, ki jo možgani ocenijo kot neobvladljivo, se v telesu sproži stresna reakcija - ne glede na to, ali je nevarnost velika ali ne in brez ozira na to, ali situacijo v resnici lahko obvladujemo.

Vsakdanje stresne razmere, za katere možgani ocenijo, da jih lahko obvladamo, sprožajo pozitivne učinke stresa: sproščati se začneta adrenalin in noradrenalin, ki omogočita, da smo povsem budni in osredotočeni, polni energije, telesno pripravljene in pozorni. Učinkovitost organizma se močno poveča.

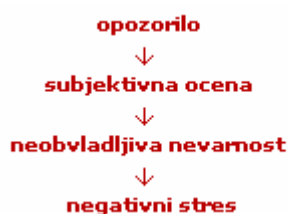
Slika 3: Mehanizem pozitivne stresne reakcije



Vir: www.dominor.si, 15.07.2008.

Kadar so zunanji pritiski preveliki, se celotno delovanje organizma preusmeri v odzive za preživetje. Spremenita se naše zaznavanje in obnašanje.

Slika 4: Mehanizem negativne stresne reakcije



Vir: www.dominor.si, 15.07.2008.

Kako se torej naučiti živeti s stresom in sprejemati pravilne odločitve, čeprav delujemo v stresnih okoliščinah? Ima stres res tako velik vpliv na naše razmišljanje? Nekaj zagotovo drži, stres bo vedno prisoten, zato mu ne smemo pustiti, da ima glavno vlogo v naših odločitvah.

Hipoteza 7: Pri vlaganju v naložbe se borzni posredniki obnašajo enako kot v vsakdanjem življenju.

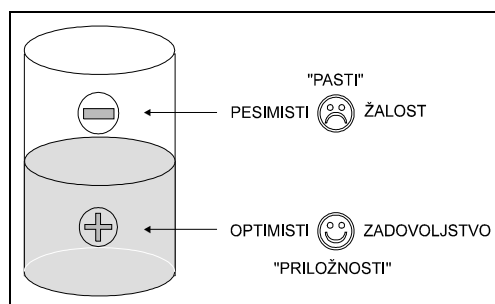
Življenjski stil je način, kako živimo svojo življenjsko zgodbo. Je skupek navad in vzorcev našega vedenja in obnašanja. Z življenjskim stilom poudarimo svojo individualnost, izbiro, okus in informiranost, saj je specifičen način delovanja posameznika v vsakdanjem življenju. Odvisen je od pripadnosti socialnoekonomski skupini, od vpliva okolja, nacionalne kulture, predvsem pa od odločitve posameznika.

Pri vlaganju v naložbe bi lahko tudi našli veliko možnih vplivov na končne odločitve, predvsem pa je odvisno od posameznika, kako bo sprejemal in obravnaval vsak vpliv zase. Vse obnašanje v življenju je kaotično, ekstremno in zelo občutljivo in tu lahko z lahkoto povežemo smernice v borzna dogajanja, ki niso nič manj stresna.

Hipoteza 8: Po naravi so borzni posredniki optimisti.

Prav optimistična naravnost pomaga, da lažje premagamo težave in nepredvidljive situacije, zato pri naložbenih odločitvah optimizem varuje in ščiti naša predvidevanja. Seveda pride do trenutkov, ko vsak vlagatelj podvomi v svojo optimistično razpoloženje, vendar je optimistična usmerjenost pomembna sestavina uspešnega delovanja. Treba je obdržati optimizem v sebi, ki bo zasenčil občutka negotovosti in pomanjkanja samozavesti.

Slika 5: Optimistična usmerjenost



Vir: Terpin, Klobučar, 2004, str. 4.

Hipoteza 9: Borzni posredniki se večkrat podredijo množici.

Gre za eno izmed tistih lastnosti, ki je še vedno skupna tako živalim kot tudi ljudem. Evolucijsko gledano, je bilo podrejanje množici oziroma čredni nagon za razvoj človeštva nujen, saj je človek v krutih življenjskih razmerah lahko preživel samo v "čredni" obliki.

Danes, ko so družbeni in medčloveški odnosi razviti že do te mere, da vsaj v razvitih državah, individualizem vedno bolj spodriva čredno mentaliteto, se le-ta vedno bolj manifestira kot nekakšna obramba zoper različna družbena odstopanja, ki imajo lahko pozitiven ali pa tudi negativen predznak. Ni pa nikakršno naključje, da je čredni nagon najbolj razvit pri posameznikih, ki se v novem svetu ne znajdejo najbolje, bodisi zaradi pomanjkanja sposobnosti, znanja, razgledanosti, lastnih stališč ali zaradi drugih razlogov. Taki ljudje seveda v čredi prepoznajo varno lupino, kjer lahko optimalno uveljavljajo svoja - sicer s čredo bolj ali manj usklajena stališča. V njej se počutijo mnogo močnejši, kot bi kdajkoli lahko bili kot posamezniki. Tudi zato je čredni nagon posebna poslastica za populistične politike. Slednji lahko z njim delajo čudeže in v nekaterih specifičnih družbenih okoljih z njegovo pomočjo celo prevzamejo oblast.

Hipoteza 10: Borzni posredniki imajo v spominu dogodek, ko so ustvarili veliko izgubo in velik dobiček.

Spomin je miselna aktivnost, ki omogoča priklic informacij, ki se jih je človek v življenju naučil oziroma jih je doživel. Bolj je to doživetje boleče, bolj si ga vtisnemo v spomin. Tudi doseženi veliki dobički zasedajo posebno mesto. Prav ta čustvena navezanost na te posebne dosežke vpliva na nadaljne odločitve in strategije v prihodnost.

3.3 Načrt raziskave

Opredelitev virov pridobljenih podatkov: Sprva sem zbral sekundarne podatke iz teoretskih knjig in člankov z omejenim dostopom preko baze podatkov Finance ter drugih baz podatkov z neomejenim dostopom Google, Najdi.si, Siol.net ipd. Sekundarnih podatkov na temo psihologije obnašanja vlagateljev ni prav veliko. V raziskavi sem se opiral predvsem na

prebrano literaturo in dosedanja dognanja in opažanja na področju psihologije obnašanja vlagateljev. Primarne podatke sem zbral s pomočjo vprašalnika.

Metoda zbiranja podatkov: Odločil sem se za metodo kvalitativnega raziskovanja. Podatke sem zbral s pomočjo strukturiranega vprašalnika (glej Prilogo), ki se nanaša na psihologijo obnašanja vlagateljev.

Raziskovalni instrumenti: Vprašalnik sem sestavil na podlagi 10 opredelitev, ki jih za vprašalnike priporoča Malhotra (2002, str. 311) v svoji knjigi: opredelitev potrebnih informacij, opredelitev vrste vprašalnika, določitev vsebine vprašanj, oblikovanje vprašanj tako, da bodo anketiranci zmožni in voljni odgovarjati, odločitev o strukturi, določitev vrstnega reda vprašanj, oblikovanje pravilnega vrstnega reda vprašanj, izbira oblike vprašalnika, tiskanje več enakih vprašalnikov in njihovo testiranje. Način izvajanja ankete je bil osebno in preko elektronske pošte. Vprašanja so odprtega in zaprtega tipa.

Obdelava podatkov: Podatke iz vprašalnika zaprtega tipa, sem vstavil v program Excel. Program je dal rešitve, iz katerih sem ugotovil, ali so rezultati, glede na predpostavljene hipoteze sprejeti kot pravilni ali ne. Ostale podatke odprtega tipa, pa sem primerjal v programu Word, ter prav tako sprejel predpostavke glede hipotez, kjer sem jih potrdil oziroma ovrgel. Vsi rezultati so predstavljeni v naslednjem poglavju.

Vzorec: Odločil sem se za štiri namensko izbrane borzno-posredniške hiše. V borzno-posredniški hiši Medvešek Pušnik in KD Group (poslovalnica v Mercator centru Ljubljana) sem bil osebno in sta mi vodji trgovanja odgovorili na vprašalnik, ostali borzno-posredniški hiši (Perspektiva in Poteza) pa sta mi zaradi prezaposlenosti odgovorili preko elektronske pošte.

3.4 Ugotovitve raziskave

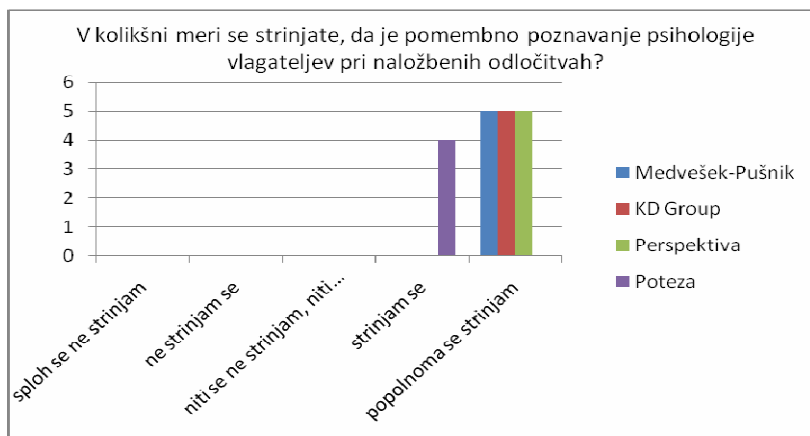
Odločil sem se za metodo kvalitativnega raziskovanja. Odločil sem se za štiri namensko izbrane borzno-posredniške hiše, kjer sem želel opraviti poglobljen intervju s pristojno osebo, vendar mi je to uspelo v dveh borzno-posredniških hišah, od ostalih dveh pa sem dobil rešen vprašalnik preko elektronske pošte.

3.4.1 Osnovne ugotovitve

Na prvo vprašanje, ki je ugotavljalo, kako dobro poznajo področje vedenjskih financ, so v KD Group in Potezi odgovorili, da slabo, medtem ko so v Medvešek Pušnik in Perspektivi odgovorili, da zelo dobro.

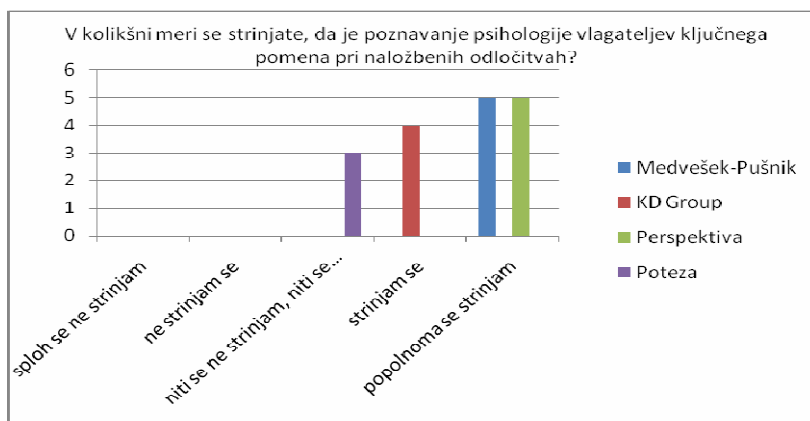
V slikah 6, 7, 8 in 9 vidimo odgovor na drugo vprašanje, ki ugotavlja kakšno je njihovo mnenje in stališče do vedenjskih financ. Torej lahko vidimo, kako pomemben je vpliv in poznavanje psihologije vlagateljev.

Slika 6: Pomembnost poznavanja psihologije vlagateljev



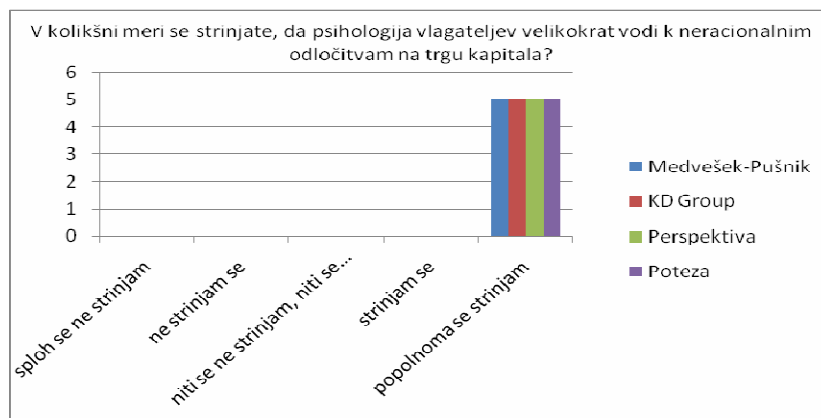
Vir: Rezultati vprašalnika (odgovor na drugo vprašanje).

Slika 7: Poznavanje psihologije vlagateljev je ključnega pomena



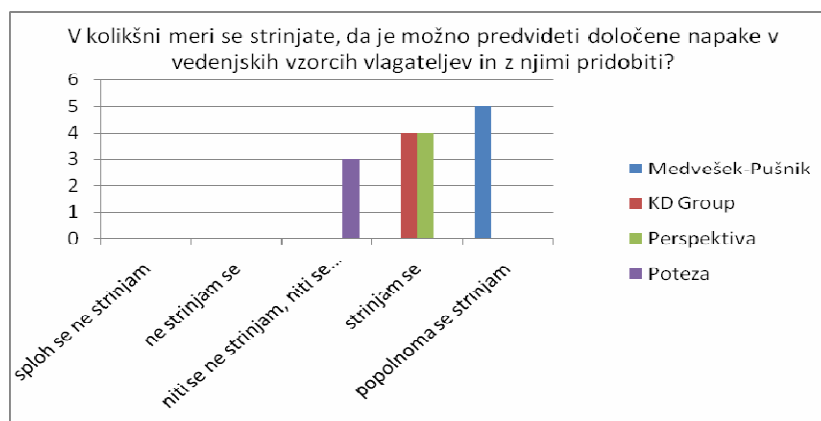
Vir: Rezultati vprašalnika (odgovor na drugo vprašanje).

Slika 8: Psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnim odločitvam na trgu kapitala



Vir: Rezultati vprašalnika (odgovor na drugo vprašanje).

Slika 9: Predvidljivost napak v vedenjskih vzorcih vlagateljev



Vir: Rezultati vprašalnika (odgovor na drugo vprašanje).

Z vprašanjem tri sem skušal ugotoviti, katere metode uporabljajo za pomoč pri odločanju o naložbah. Pri Medvešek Pušnik se vodja trgovanja ne poslužuje nikakršnih metod, pač pa to delo opravi analitični oddelek ter ji nato posredujejo rezultate temeljne, tržne in tehnične analize. Pri KD Group uporabljajo temeljno in tržno analizo, v Perspektivi se poslužujejo prav tako vseh treh analiz; temeljne, tržne in tehnične, medtem ko v Potezi uporabljajo samo temeljno analizo.

Pri vprašanju štiri me je zanimalo v kolikšni meri njihova čustva vplivajo na naložbene odločitve. V Perspektivi so mi odgovorili, da je vpliv čustev odvisen od trenutne situacije, včasih je prisotnih več čustev, včasih manj. Odvisno pa je tudi od področja, splošne klime. Pri KD Group menijo, da čustva v veliki meri vplivajo predvsem na odločitve njihovih strank, predvsem v obdobjih negativnih trendov; takrat čustva prevladajo nad racionalnim razmišljanjem. V Medvešek Pušnik so mnenja, da njihova čustva ne vplivajo na realne odločitve, saj so te odločitve sprejete na osnovi znanja, predvidevanja prihodnjih trendov, preteklih izkušenj, osebnosti človeka, pomemben pa je tudi individualen pristop. V Potezi sledijo priporočilom analitikov, zavedajo se tveganja in ga sprejemajo kot danega.

Tabela 1 prikazuje odgovor na peto vprašanje, kjer me je zanimala čustvena inteligentnost. Zanimala me je predvsem sposobnost prepoznavanja lastnih čustev in čustev drugih ter ali jih znajo obvladovati.

Tabela 1: Čustvena inteligentnost

	sploh se ne strinjam	ne strinjam se	niti se ne strinjam, niti se strinjam	strinjam se	popolnoma se strinjam
sposoben sem prepoznati lastna čustva			Poteza	KD Group, Perspektiva	Medvešek Pušnik
sposoben sem prepoznati čustva drugih		Poteza		KD Group, Perspektiva	Medvešek Pušnik
čustva znam obvladovati		Perspektiva	Poteza		Medvešek Pušnik, KD Group
sposoben sem osebnega motiviranja				KD Group, Poteza	Medvešek Pušnik, Perspektiva
ne dovolim, da bi strah onemogočil mojo sposobnost mišljenja			Poteza	Perspektiva	Medvešek Pušnik, KD Group
znam vztrajati, kljub oviram				Poteza	Medvešek Pušnik, KD Group, Perspektiva
znam uravnnavati svoje razpoloženje			Perspektiva	Poteza	Medvešek Pušnik, KD Group
sem optimistična oseba			Poteza		Medvešek Pušnik, KD Group, Perspektiva

Vir: Rezultati vprašalnika (odgovor na peto vprašanje).

Z vprašanjem šest sem želel ugotoviti, ali se odločajo drugače, ko je prisoten stres. Pri Medvešek Pušnik in KD Group so bili kar enotni in so vprašanje zanimali zaradi raznovrstnih izkušenj, v Perspektivi in Potezi, pa so vprašanju pritrdili, in sicer, da vpliva stres mnogokrat na bolje.

Sedmo vprašanje, ki je ugotavljalo, ali se pri ravnanju z denarjem/vlaganju v naložbe obnašajo enako kot v vsakdanjem življenju; v mislih sem imel predvsem impulzivne nakupe ob razprodajah, evforije ob otvoritvah trgovskih centrov ipd. Vsi so bili enotni z nikalnim odgovorom, saj se glede na dolgoletne izkušnje odločajo na osnovi tehtnega premisleka, znanja, preteklih izkušenj, predvsem pa so bolj premišljeni kot v vsakdanjem življenju.

V zadnjem, osmem vprašanju me je zanimalo, kakšen profil vlagatelja predstavljajo anketiranci posameznih borzno-posredniških hiš. Če združimo vse dane odgovore, bi lahko

rekel, da je tipičen borzni posrednik kot vlagatelj po naravi optimist, ki rad izstopa iz množice in deluje v nasprotno smer. Njegove odločitve so najboljše v ekstremno stresnih razmerah in ima zelo dobro v spominu dogodek, ko je ustvaril veliko izgubo oziroma velik dobiček. Zaupa svojim sposobnostim in je samozavesten glede ocenjevanja donosnosti vrednostnih papirjev na trgu ter se največ nauči iz lastnih napak.

3.4.2 Preverjanje hipotez

Iz rezultatov vprašanj 1 in 2 sem preverjal **hipotezo 1** (*Pomembno je poznavanje psihologije vlagateljev pri naložbenih odločitvah*). Na podlagi odgovorov bi hipotezo 1 potrdil, saj je iz Slike 6 grafično razviden odgovor.

Z vprašanjem 2 in 4 sem preverjal **hipotezo 2** (*Psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnim odločitvam na trgu kapitala*). Hipotezo 2 bi potrdil, saj so se vsi anketiranci popolnoma strinjali s to trditvijo.

Hipotezo 3 (*Možno je predvideti določene napake v vedenjskih vzorcih vlagateljev in z njimi pridobiti*) sem ugotavljal na podlagi vprašanja 2, Slika 9. To hipotezo bi potrdil, saj je bil en anketiranec neopredeljen, dva sta se strinjala, četrti pa se je popolnoma strinjal.

Z vprašanji 4, 5 in 8 sem preverjal **hipotezo 4** (*Čustva borznih posrednikov vplivajo na naložbene odločitve*). Te hipoteze ne morem niti potrditi niti ovreči, saj seštevek in analiza podanih odgovorov ne omogoča, da bi hipotezo potrdil oziroma ovrigel.

Iz rezultatov vprašanj 4 in 5 sem preverjal **hipotezo 5** (*Borzni posredniki so sposobni prepoznati lastna čustva in čustva drugih*). Hipotezo 5 bi potrdil, saj sta se dva anketiranca strinjala, eden se je popolnoma strinjal in en je bil neopredeljen.

Hipotezo 6 (*Borzni posredniki se odločajo drugače kot sicer, ko je prisoten stres*) sem preveril na podlagi vprašanj 5 in 6. Te hipoteze ne morem niti potrditi niti ovreči, saj sta dva anketiranca odgovorila pritrdilno, dva pa sta zanikala trditev.

Hipotezo 7 (*Pri vlaganju v naložbe se borzni posredniki obnašajo enako kot v vsakdanjem življenju*) pa sem ugotavljal na podlagi vprašanja 7. Hipotezo 7 bi ovrigel, saj so vsi anketiranci odgovorili nikalno.

Z vprašanjem 5 in 8 sem preverjal **hipotezo 8** (*Po naravi so borzni posredniki optimisti*). To hipotezo bi potrdil, saj so se trije anketiranci od štirih popolnoma strinjali, eden pa je bil neopredeljen.

Hipotezo 9 (*Borzni posredniki se večkrat podredijo množici*) sem preverjal na podlagi vprašanja 8. Hipotezo 9 bi ovrigel, saj se nihče od anketirancev ne podreja množici, dva izmed štirih anketirancev pa celo rada izstopata iz množice in delujeta v nasprotno smer.

Zadnjo, **hipotezo 10** (*Borzni posredniki imajo v spominu dogodek, ko so ustvarili veliko izgubo in velik dobiček*) sem prav tako ugotavljal iz vprašanja 8. To hipotezo bi potrdil, saj so si trije izmed štirih anketirancev zapomnili, ko so ustvarili veliko izgubo, prav vsi pa so si zapomnili, ko so ustvarili velik dobiček.

3.5 Zaključki in diskusija

Iz rezultatov raziskave sem prišel do spoznanja, da izraz vedenjske finance ni tako poznan pojem kot zavedanje pomembnosti psihologije vlagateljev. Borznim posrednikom v anketiranih borzno-posredniških hišah je bil izraz vedenjske finance kot nekakšna neznanka, ko pa je v ospredje prišlo poznavanje psihologije vlagateljev so se kar opogumili in s svojimi trditvami in teorijami dokazali, da jim psihologija vlagateljev ni tuja. Na podlagi potrjene hipoteze 1 sem ugotovil, da se strinjajo, da je pri naložbenih odločitvah poznavanje psihologije vlagateljev pomembno, v nekaterih situacijah celo ključnega pomena pri izbiri naložb. Hipoteza učinkovitega trga kapitala predpostavlja, da se posamezniki obnašajo popolnoma racionalno, kar je dejansko težko podpreti, saj je tudi raziskava pokazala s potrditvijo hipoteze 2 in 3, da so si izbrane borzno-posredniške hiše enotne pri tem, da psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnosti in prav na podlagi tega je možno predvideti ponavljajoče se napake v vedenjskih vzorcih vlagateljev in z njimi pridobivati. To pa je veliko težje in bolj zapleteno kot se sliši, saj je potrebno upoštevati mnogo dejavnikov, ki vplivajo na smer trga. Tu pa nastopi analitični oddelek, ki s svojimi metodami in analizami skuša borznim posrednikom ustvariti čim bolj jasno sliko o morebitnih odločitvah. Priporočila analitikov omogočijo borzno-posredniškim hišam, da se zavedajo tveganja in ga sprejemajo kot danega.

Čustva imajo zelo pomembno vlogo na borznem parketu, saj sta kompleksnost in nepopolnost informacij tam stalnici, ki pa ustvarjata idealne razmere, da čustva privrejo na površje in vplivajo na poslovne uspehe. S pomembnostjo čustev in čustveno inteligentnostjo so dobro seznanjeni vsi anketiranci, razlike pa se pojavijo pri dojetanju in sprejetanju le-teh. Razpravljati o tem čigava čustva bolj vplivajo na odločitve bi bilo brezpredmetno, saj temeljita analiza čustev zahteva globljo raziskavo, ki omogoča vpogled v človekovo globljo podzavest. Anketiranci v izbranih borzno-posredniških hišah načeloma nimajo težav z vplivi čustev na odločitve, hipotezo 5 sem potrdil, saj so anketiranci sposobni prepoznati lastna čustva in čustva drugih. Načeloma velja, da se vpliv čustev največ občuti v obdobjih negativnih trendov, takrat čustva celo prevagajo nad racionalnim razmišljanjem, vendar to velja bolj za njihove stranke, ki nimajo toliko izkušenj s trgovanjem kot oni sami. Če povzamem, bi lahko rekel, da čustva vplivajo na naložbene odločitve vlagateljev včasih več, včasih manj, včasih nič, odvisno je pač od trenutne situacije, področja ali splošne klime.

Borza velja za izredno stresno okolje, vendar je pri ljudeh moč opaziti odstopanja pri dojetanju stresa. Pri zaznavanju stresa imajo pomembno vlogo naše misli. Kar je za nekoga

negativen stres izjemnih razsežnosti, je za drugega močan pozitiven stres – motivator. Ljudje smo si različni in prav to velja tudi za izbrane anketirance, ki imajo različne poglede na delovanje stresa, zato tudi nisem imel ustrezne podlage, da bi hipotezo 6 potrdil ali ovrgel. Nekateri se v situaciji močnega delovanja stresorjev počutijo zelo neprijetno, saj stres deluje negativno, zaviralno. Posameznik lahko situacijo oceni kot škodo, izgubo ali grožnjo. Drugi pa se v situaciji močnega delovanja stresa dobro počutijo. Stres deluje kot motivator ali izziv za osebno rast.

Zanimiva je zavrnitev hipoteze 7, kjer so si anketiranci enotni pri tem, da se pri ravnanju z denarjem ne obnašajo enako kot v vsakdanjem življenju, saj se glede na dolgoletne izkušnje odločajo o denarju na osnovi tehtnega premisleka, znanja in preteklih izkušenj. Pri vlaganju v naložbe so bolj premišljeni kot v vsakdanjem življenju, kjer se prepustijo toku in ne razmišljajo o optimalnih rešitvah.

Z raziskavo sem hotel tudi izvedeti, kako bi anketiranci opisali sebe kot vlagatelja in kako gledajo na svoj pristop k vlaganju v naložbe. Ugotovil sem, da je večina optimistično naravnana (potrjena hipoteza 8), kar je po mojem mnenju dobra podlaga za dobro razvito čustveno inteligenco. Optimističen vidik lahko za sabo potegne tudi sposobnost osebnega motiviranja, vztrajnost ter uravnavanje čustev in razpoloženja. Nekateri anketiranci vidijo sebe kot nekoga, ki rad izstopa iz množice in deluje v nasprotno smer, za kar je potrebna velika mera poguma, ki pa se v praksi le redkokdaj uresniči. Hipotezo 9 sem torej ovrgel, ker se nihče od anketiranih ne vidi kot žrtev »črednega nagona«.

Napačne odločitve so sestavni del v svetu naložb, pomembno je, da se posamezniki iz napak učijo in na podlagi tega izboljšajo svoje odločitve. Anketiranci se seveda največ naučijo iz lastnih napak, ki se jim še posebej vtisnejo v spomin. Zelo dobro imajo v spominu dogodek, ko so ustvarili veliko izgubo ali dobiček (potrjena hipoteza 10), torej vsak uspeh oziroma neuspeh se jim dobro ohrani v spominu in se upošteva pri nadaljnjih naložbah.

SKLEP

Možne so lahko raznovrstne uporabe psihologije človeka. V življenju se znajdemo v različnih situacijah, v katerih je moč opaziti delovanje psihologije človeka in njegovega obnašanja. Ko pa beseda steče o naložbah in vlaganju denarja pa je poznavanje psihologije človeka oziroma vlagatelja toliko bolj pomembno, saj si ob enaki tehnologiji in z enakimi pogoji poslovanja vlagatelj ustvarja prednost, če pozna in predvideva obnašanje svojih konkurentov. Skratka v vsakem stiku z ljudmi imamo možnost začutiti vpliv psihologije človeka na njegovo vedenje.

Vključevanje psiholoških dejavnikov človeškega obnašanja v proces sprejemanja finančnih odločitev je omogočila vedenjskim financam, da se razvijejo kot odziv na nerealistične vedenjske predpostavke, ki jih najdemo v sodobni finančni teoriji. Zanimivo je zagotovo to, da zanikajo klasično ekonomsko predpostavko o racionalnosti posameznikov oziroma ekonomskih subjektov. Po teoriji vedenjskih financ se vlagatelji obnašajo neracionalno, ponavljajo določene napake, ki jih je mogoče predvideti in z njimi pridobiti. Vedenjske

finance torej obravnavajo psihološke dejavnike kot pomemben prispevek k finančni analizi in pojasnjujejo posameznikovo obnašanje na finančnih trgih.

Znano je, da se vlagatelji vsak dan soočajo z vprašanji, kako naj ravnajo v določeni situaciji, katera od možnih rešitev je najbolj pravilna ter ali je zdaj pravi trenutek za reagiranje. Veliko je odvisno od posameznih odločitev in tega se zavedajo tudi vlagatelji. Ob znanju, ki ga vsak potrebuje, igra pomembno vlogo čustvena inteligentnost, ki se pri ključnih odločitvah lahko izkaže za odločilno; torej čustveni odziv pomeni zaznati signal, da se moramo odzvati, vsako čustvo usmeri našo pozornost in nas vodi, da ukrepamo. Čustvom ne smemo dovoliti, da kontrolirajo in usmerjajo naša dejanja in odločitve, dobro pa jim je prisluhniti in jih ovrednotiti, ne pa jih ignorirati, zanikati ali potlačiti.

Tudi borzni posredniki kot izkušeni strokovnjaki na področju vlaganja nimajo lahkega dela pri ocenjevanju in predvidevanju gibanja tečajev. Čeprav imajo za sabo določeno število opravljenih poslov na trgu kapitala, jih še vedno kdaj zapusti razum in ravnajo preveč čustveno. Vsekakor pa drži, da so borzni posredniki manj očitna tarča slabih odločitev kot večina malih vlagateljev, ki še vedno bolj ali manj sledijo črednemu nagonu in se odločajo na podlagi trenutnega razpoloženja na trgu vrednostnih papirjev.

Akadske raziskovalne ustanove večkrat javno objavijo analize iz katerih je dokaj natančno razvidno, da večina vlagateljev dosega precej manjšo povprečno donosnost kot nek vzajemni sklad. Razlogi so seveda v preobčutljivosti na spremembe in v napačnih odločitvah, saj vlagatelji prevečkrat dovolijo čustvom, da imajo zadnjo in odločilno besedo. Večina vlagateljev pa teh analiz ne upošteva in jih ignorira.

Zasluga objektivne psihologije in behaviorizma je, da sta znala pokazati na pomembnost učenja in vplivov okolja pri oblikovanju osebnosti. Pojavljali so se tudi novi pogledi na osebnost, kjer je v ospredju obnašanje, ki ga je mogoče objektivno proučevati, to možnost pa dajejo vedenjske teorije osebnosti, ki imajo jasne teoretske pojme in pojasnjevalne mehanizme.

Povod za raziskave vedenja udeležencev na borzah gre pripisati tudi pretirani samozavesti upravljavcev premoženja, saj so le-ti prepričani, da so boljši od povprečja svojih konkurentov in enako velja za vlagatelje. Ti zase menijo, da so sposobni izbrati pravo delnico ali najperspektivnejši sklad ali vsaj najboljšega upravljavca. Psihologija obnašanja vlagateljev je kompleksna, zato se ji večina izogiba, vendar ima na borznem parketu izjemen pomen, zato poznavanje le-te omogoča dokaj mirnejše jadranje po morju naložb.

LITERATURA IN VIRI

1. Barberis, N. & Thaler, R. H. (2002). A Survey of Behavioral Finance. V G. Constantinides, H. Milt, S. Rene, *Handbook of the Economics of Finance*, 1B. Holland.
2. Benartzi, S., Michaely, R. & Thaler, R. H. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?. *Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
3. Benartzi, S. & Thaler, R. H. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 75-92.
4. Black, F. (1985). Noise, *The Journal of Finance*, 41(3), 529-543.
5. Bulkeley, G. & Harris, R. D. F. (1997). Irrational Analysts' Expectations as a Cause of Excess Volatility in Stock Prices. *The Economic Journal*, 107(5), 359-371.
6. *Čustvena inteligenca*. Najdeno 10. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.dijaski.net/?stran=psi&sub=snov>.
7. *Čustvena inteligenca*. Najdeno 11. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.lunin.net/forum/blog/valkira/index.php?showentry=211>.
8. Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam A. (2001). Overconfidence, Arbitrage and Equilibrium Asset Pricing. *Journal of Finance*, 56(3), 921-965.
9. DeLong, B., Shleifer, A., Summers, L. & Waldman, R. (1990). Noise Trader Risk and Financial Markets, *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738.
10. Deželan, S. (1996). *Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Dolenc, G. (2007, junij). Vpliv novic na borzno dogajanje in psihologija množic. *Moj broker*, str. 8, 9.
12. Dragonja, M. (2007). *Razvoj vedenjske ekonomije in vloga nevroekonomije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. Filipič, M. (2002). *Informacijsko obnašanje slovenskih malih investitorjev*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Gasar, S. (2005). *Osnove psihologije*. Ljubljana: Pedagoška fakulteta.
15. Goleman, D. (1997). *Čustvena inteligenca: Zakaj je lahko pomembnejša od IQ*. Ljubljana: Založba Mladinska knjiga.
16. Goleman, D. (2001). *Čustvena inteligenca na delovnem mestu*. Ljubljana: Založba Mladinska knjiga.
17. Hromiš, G. (2004). *The possibility of significant change in financial theory* [bachelor thesis]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Klemenčič, D. (2002). *Poslovanje s čustveno inteligentnostjo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Kodrič, S. (2006, maj). Pet pravil finančnega obnašanja. *KDO?*, str. 7.
20. Koprivc, L. (2005). *Vpliv čustvene inteligence na uspešnost delovnega tima*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor.
21. Kostolany, A. (2002). *Borzna psihologija*. Ljubljana: Soleco.
22. Košmrlj, P. (2004). *Uravnavanje stresa na delovnem mestu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. Lobnik, G. (2006). *Vedenje vlagateljev pri investiranju v vzajemne sklade*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor.

24. Malhotra, N. K. (2002). *Basic Marketing Research: Application to Contemporary Issues*. Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall.
25. Mehra, R. & Prescott, E. C. (1985). The Equity Premium Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145-161.
26. Milikič, B. (2006). *Vedenjske finance in finančno upravljanje malih in srednjih podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Pavšič, A. (2003). *Alternative sodobni finančni teoriji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Peterlin, B. (2003). *Osebne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Peterlin, J. (2007). *Razvoj voditeljstva v učeči se organizaciji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Plut, I. (2006). *Pomen čustvene inteligentnosti pri poslovnem komuniciranju*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. Pogorevc, K. (2003). *Spremembe sodobne finančne teorije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Ritter, J. R. & Warr R. S. (2002). The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982 to 1997. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(1), 29-61.
33. Shafir, E., Diamond, P. & Tversky, A. (1997). Money Illusion. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 341-374.
34. Shiller, R. (1981). Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends. *American Economics Review*, 71(3), 421-436.
35. Shiller, R. (1984). Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 457-498.
36. Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
37. Stavanja, D. (2006). *Prepoznavanje in soočanje s stresom na delovnem mestu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
38. *Stres*. Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.dominor.si/stres/>.
39. Terpin, M. & Klojučar, K. (2004). *Poslovno sporazumevanje in vodenje*. Ljubljana: Višja strokovna šola za elektroenergetiko.
40. *Testosteron kriv za večji zaslužek*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.rtv slo.si/modload.php?&c_mod=rnews&op=sections&func=read&c_menu=9&c_id=170558&rss=1.
41. Thaler, R. H. (1990). Johanson Eric: Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*, 643-660.
42. Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
43. Turkovič, Z. (2008, 4. junij). Borza: pomemben je timing! *Mojdenar.com*. Najdeno 10. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.mojdenar.com/borza/tuji_trgi.asp?komentar=364.
44. Tversky, A. & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.
45. Urbanija, A. (2001). *Umetnost inteligentne uporabe čustev*. Ljubljana: Gospodarski Vestnik.
46. Vičar, N. (2003). *Vedenjske finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
47. Železnik, T. (2002). *Neučinkovitosti trga kapitala*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

Priloga: Vprašalnik

Pozdravljeni!

Sem Davor Kitić, absolvent Ekonomske fakultete in pripravljam diplomsko delo s področja vedenjskih financ. Namen mojega dela je raziskava, preko katere želim spoznati vpliv čustev na obnašanje in odločanje vlagateljev, zato se Vam že vnaprej najlepše zahvaljujem za sodelovanje.

Vsa vprašanja v anketi se nanašajo na psihologijo obnašanja vlagateljev.

1. Kako dobro poznate področje vedenjskih financ?

- a) Slabo,
- b) Dobro,
- c) Zelo dobro.

2. Kakšno je vaše mnenje in stališče do vedenjskih financ? Ocenite v kolikšni meri se strinjate z naslednjimi trditvami, pri čemer pomeni 1 – sploh se ne strinjam, 2 – ne strinjam se, 3 – niti se ne strinjam, niti se strinjam, 4 – strinjam se, 5 – popolnoma se strinjam.

pomembno je poznavanje psihologije vlagateljev pri naložbenih odločitvah	1	2	3	4	5
poznavanje psihologije vlagateljev je ključnega pomena pri odločitvah o naložbah	1	2	3	4	5
psihologija vlagateljev velikokrat vodi k neracionalnim odločitvam na trgu kapitala	1	2	3	4	5
možno je predvideti določene napake v vedenjskih vzorcih vlagateljev in z njimi pridobiti	1	2	3	4	5

3. Katere metode (npr. temeljna, tehnična, tržna analiza,...) uporabljate za pomoč pri odločanju o naložbah?

4. V kolikšni meri vaša čustva vplivajo na naložbene odločitve?

5. Čustvena inteligentnost. Ocenite v kolikšni meri se strinjate z naslednjimi trditvami, pri čemer pomeni 1 – sploh se ne strinjam, 2 – ne strinjam se, 3 – niti se ne strinjam, niti se strinjam, 4 – strinjam se, 5 – popolnoma se strinjam.

spособen sem prepoznati lastna čustva	1	2	3	4	5
spособen sem prepoznati čustva drugih	1	2	3	4	5
čustva znam obvladovati	1	2	3	4	5
spособen sem osebnega motiviranja	1	2	3	4	5
ne dovolim, da bi strah onemogočil mojo sposobnost mišljenja	1	2	3	4	5
znam vztrajati, kljub oviram	1	2	3	4	5
znam uravnnavati svoje razpoloženje	1	2	3	4	5
sem optimistična oseba	1	2	3	4	5

6. Ali se odločate drugače kot sicer, ko je prisoten stres?

7. Ali se pri ravnanju z denarjem/vlaganju v naložbe obnašate enako kot v vsakdanjem življenju (npr. impulzivni nakupi ob razprodajah, evforije ob otvoritvah trgovskih centrov,...)?

8. V kakšnem smislu bi opisali sebe kot vlagatelja? (OBKROŽITE, VEČ MOŽNIH ODGOVOROV!)

- 1 sem pesimistično naravnana oseba,
- 2 sem po naravi optimist,
- 3 velikokrat se podredim množici,
- 4 rad izstopam iz množice in delujem v nasprotno smer,
- 5 nerad delujem v stresnih razmerah, saj ne morem razmišljati trezno,
- 6 moje odločitve so najboljše v ekstremno stresnih razmerah,
- 7 največ se naučim iz lastnih napak in poskusov,
- 8 zelo dobro imam v spominu dogodek, ko sem ustvaril veliko izgubo,

- 9 zelo dobro imam v spominu dogodek, ko sem ustvaril ogromen dobiček,
- 10 ko predvidevam prihodnje dogodke upoštevam vzorce iz bližnje preteklosti,
- 11 zaupam svojim sposobnostim in sem samozavesten glede ocenjevanja donosnosti vrednostnih papirjev na trgu,
- 12 sem pretirano samozavesten in to mi velikokrat zamegli razum.

NAJLEPŠA HVALA ZA VAŠE SODELOVANJE!