

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

IRACIONALNI VIDIK BORZNEGA TRGOVANJA

Ljubljana, avgust 2009

MATEJA ŠARKANJ

IZJAVA

Študentka Mateja Šarkanj izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aleša Berka Skoka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20.8.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. TEORIJA UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA	2
1.1 HIPOTEZE TEOROJE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA	2
1.2 DOKAZI NEUČINKOVITOSTI TRGA KAPITALA	3
1.2.1 Obseg trgovanja na trgih vrednostnih papirjev	3
1.2.2 Nestanovitnost cen vrednostnih papirjev.....	4
1.2.3 Dividendna uganka.....	4
1.2.4 Uganka premije za tveganje	5
1.2.5 Napovedovanje donosov	5
2. VEDENJSKE FINANCE.....	6
2.1 ARBITRAŽA IN NJENE OMEJITVE	7
2.2 TEORIJA IZGLEDOV	8
2.3 OKVIRJANJE	11
2.4 HEVRISTIČNI PROCES ODLOČANJA.....	12
2.4.1 Reprezentativnost	12
2.4.2 Pretirana samozavest	13
2.4.3 Sidranje.....	14
2.4.4 Ločitveni učinek	15
2.4.5 Miselno razvrščanje.....	16
2.4.6 Obžalovanje.....	17
2.4.7 Pristranska razpoložljivost	18
3. POMEN ČUSTEV PRI BORZNEM TRGOVANJU	18
3.1 BORZNA PSIHOLOGIJA	18
3.1.1 Cikličnost borze.....	19
3.1.2 Psihologija množic	20
3.2 ČUSTVA IN MOŽGANI.....	22
3.3 ČREDNI NAGON.....	23
3.3.1 Pojav črednega nagona.....	23
3.3.2 Namen črednega nagona	24
3.3.3 Čredni nagon in profesionalni investitorji.....	25

4. RAZLIKE MED VLAGATELJI NA BORZI	27
4.1 VLAGATELJI IN NJIHOV ODNOS DO TVEGANJA.....	27
4.1.1 Opredelitev tveganja.....	27
4.1.2 Razlike v percepciji tveganja	28
4.2 OSEBNOSTNE LASTNOSTI USPEŠNIH BORZNIH VLAGATELJEV	34
5. ČUSTVENA INTELIGENCA IN VLAGATELJI.....	35
5.1 OPREDELITEV ČUSTVENE INTELIGENCE.....	35
5.2 POJAV ČUSTVENE INTELIGENCE	36
5.3 MODELI ČUSTVENE INTELIGENCE	37
5.3.1 Golemanov model čustvene inteligence.....	37
5.3.2 Bar-Onov model čustvene inteligence.....	38
5.4 POMEN ČUSTVENE INTELIGENCE PRI NALOŽBENEM ODLOČANJU	40
SKLEP	41
LITERATURA IN VIRI.....	43

UVOD

V zadnjih dveh desetletjih so se znotraj ekonomske teorije začele dogajati določene spremembe v zvezi z eno temeljnih predpostavk učinkovitega trga kapitala. Na trgih so se namreč začele pojavljati določene neučinkovitosti, katere obstoječa teorija ni bila sposobna pojasniti. V ta namen so se pričele oblikovati alternativne teorije, ki so skušale nastale anomalije razlagati s pomočjo človeškega faktorja. Racionalnost ekonomskih subjektov je bila postavljena pod vprašaj.

Kljub mnogim razvitim teorijam in številnim izdanim skrivnostim o trgovanju s strani investicijskih gurudev ljudje še vedno delajo velike napake pri vlaganju na borzo vrednostnih papirjev. Potrebno se je zavedati, da predstavlja ekonomija kot taka le skupek aktivnosti posameznikov. Za razumevanje ekonomskih pojavov, kot tudi dogajanja na trgih, je zato smiselno upoštevati tudi zakonitosti in izsledke ostalih družbenih ved, ki razlagajo človeško obnašanje in delovanje. Za pojasnjevanje omenjenih odstopanj moramo zato vzroke zanj iskati v človeškem faktorju oziroma njegovi čustvenosti.

Namen mojega diplomskega dela je ugotoviti vzroke, zaradi katerih se ljudje na borzi obnašajo iracionalno, torej od kod izvira iracionalnost pri odločanju. Poleg tega pa želim poiskati odgovor na vprašanje, ali je mogoče glede omenjene omejitve kaj ukrepati oziroma ali lahko vlagatelj sam na podlagi poznavanja omenjenih dejavnikov vpliva na svojo racionalnost pri naložbenem odločanju in če, kako. Cilj naloge je dejansko psihološka analiza vlagateljev.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. Pisanje začnjam z opisom teorije učinkovitega trga kapitala, kjer na kratko predstavim tako hipoteze teorije kot tudi dokaze, ki pričajo o nekonsistentnosti omenjenih hipotez z realnostjo. Sledi predstavitev teorije vedenjskih financ kot alternative obstoječi teoriji, katera na podlagi vključevanja psiholoških in socioloških izsledkov opozarja na omejeno racionalnosti, prisotno na kapitalskih trgih. Od te točke dalje svoje pisanje osredotočim na analizo vlagatelja. Z združitvijo psiholoških teorij ter interpretacijo izsledkov raznih raziskav želim ugotoviti, kaj je vlagateljem skupnega ter v čem se med seboj razlikujejo.

Tretje poglavje predstavlja uvod v analizo vlagateljev, kjer opišem osnove borzne psihologije, v katero vključim razlago cikličnosti borze in pa teorijo psihologije množic. Nadaljujem z opisom sestave in delovanja možganov pri ljudeh, saj želim ugotoviti ali gre razloge za iracionalno odločanje iskati v fizioloških zakonitostih. Poglavje zaključim z vpeljavo enega največjih fenomenov, ki se na borzi pojavlja, to je črednim nagonom, čigar poglavitna lastnost je, da so posamezniki znotraj črede pod močnim vplivom impulzov in emocij, na pa razuma.

Vendar vlagatelji, ter posledično tudi njihove odločitve, se med seboj razlikujejo. Razlike skušam zajeti v četrto poglavje, znotraj katerega se osredotočim predvsem na posameznikov odnosa do tveganja, ki je podvržen določenim demografskim in psihološkim dejavnikom ter celo nekaterim naravnim pojavom. Poleg tega predstavim določene osebnostne lastnosti, ki naj bi bile značilne na uspešne vlagatelje.

V zadnjem delu ponudim svoj odgovor na problem iracionalnosti posameznikov s pomočjo relativno novega področja psihologije, ki zagovarja stališče, da lahko čustveno inteligenten človek z vplivanjem na svoja čustva doseže določene spremembe v življenju. Pisanje zaključim s sklepom, v katerem povzamem bistvene ugotovitve naloge.

1. TEORIJA UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA

1.1 HIPOTEZE TEORIJE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA

Snovalca hipoteze racionalnih pričakovanj (angl. *rational expectations*) predstavlja ameriški ekonomist John Muth (1961), kateri trdi, da bodo pričakovanja enaka optimalnim napovedim, ob uporabi vseh razpoložljivih informacij na trgu (Mishkin & Eakins, 2000, str. 157). Pričakovanja pa so pomemben dejavnik tudi pri razumevanju kapitalskih trgov. Teorija racionalnih pričakovanj (angl. *theory of rational expectations*) se, prenesena na kapitalski trg, spremeni v teorijo učinkovitega trga kapitala (angl. *theory of efficient capital markets* ali *efficient market theory*). Slednja temelji na predpostavkah, katere so bile v preteklih nekaj desetletij predmet številnih kritik.

Učinkovitost trga kapitala prvi definira Eugene Fama (1970) s temeljno predpostavko, da cene vrednostnih papirjev vedno odsevajo vse razpoložljive informacije na trgu, saj vlagatelji nove informacije takoj vgradijo v svoja pričakovanja. Vendar, vključevanje informacij v cene poteka različno hitro oziroma različno učinkovito. Teorija namreč loči tri oblike učinkovitosti trga kapitala, in sicer na podlagi količine informacij, ki se vgradijo v ceno vrednostnega papirja (Glaser, Noth, & Weber, 2003, str. 3).

- **Šibka oblika učinkovitosti** (angl. *weak form*): cene vrednostnih papirjev vsebujejo vse informacije o preteklem gibanju cen. Vlagatelj v primeru šibke učinkovitosti trga ne more doseči večje donosnosti od tržnih donosov na podlagi informacij o preteklem gibanju cen vrednostnih papirjev.
- **Srednje močna oblika učinkovitosti** (angl. *semi-strong form*): cene odražajo vse javno dostopne informacije. V tem primeru vlagatelj ne more priti do nadpovprečnih donosov le na podlagi javno dostopnih informacij.

- **Močna oblika učinkovitosti** (*angl. strong form*): v cene se hitro vključujejo tako vse javno dostopne informacije kot tudi notranje informacije. Nadpovprečnih donosov ni možno realizirati s pomočjo napovedovanja prihodnjih cen na podlagi katerih koli informacij.

Teorija učinkovitega trga kapitala nadalje predvideva, da so cene vrednostnih papirjev skladne s pravo vrednostjo, kar pomeni, da so vedno blizu svoje temeljne vrednosti, katera je definirana kot vsota sedanjih vrednosti bodočih donosov. Iz tega lahko sklepamo, da so na podlagi teorije učinkovitega trga kapitala vse naložbe v očeh vlagateljev enako privlačne, saj nobena ne omogoča doseganja nadpovprečnih donosov. Vlagatelji namreč s svojimi odločitvami vedno poskrbijo, da cene odražajo notranjo vrednost na dolgi rok. Poleg tega Fama (1970) razlaga, da cene »nimajo spomina«, s čemer želi v prenesenem pomenu sporočiti, da se cene oblikujejo naključno ter da jih ni možno napovedati v prihodnosti. Pretekla gibanja cen v tem primeru ne povedo ničesar o njihovem gibanju v prihodnosti.

Hipoteza, katera je bila v preteklih letih nemalokrat postavljena pod vprašaj v okviru finančne teorije, predstavlja racionalnost vlagateljev. Ti naj bi z uporabo vseh razpoložljivih informacij stremeli k maksimiranju lastne koristnosti. Vendar dogajanje na trgih nas opozarja, da je racionalnost vlagateljev omejena saj vlagatelji, zaradi številnih vzrokov, sprejemajo tudi odločitve, ki niso vedno optimalne. Mishkin in Eakins (2000) razlagata, da obstajata dva osnovna razloga, zaradi katerih pričakovanja vlagateljev niso vselej racionalna, in sicer ali je za oblikovanje optimalne napovedi potrebno vložiti preveč časa in truda, za kar vlagatelj oceni, da se ne splača, ali pa vlagatelj ne pozna vseh razpoložljivih informacij.

Zaradi omenjenih neskladij, teorija učinkovitega trga kapitala, kljub temu da predvideva racionalnost akterjev na trgu, dopušča tudi možnost obstoja določenih iracionalnih subjektov, vendar obenem trdi, da so njihove odločitve zgolj slučajne in nimajo nobenih posledic na trgu, saj se med seboj izničijo ali pa so predmet arbitraže. V primeru, da iracionalni vlagatelji povzročijo precenjenost določenega vrednostnega papirja, racionalni vlagatelji priložnost takoj izkoristijo in s prodajo omenjenega papirja njegovo ceno približajo temeljni vrednosti. Tako teorija predvideva, da bodo iracionalni vlagatelji počasi izginili s trga zaradi napačnih odločitev. Arbitraža naj bi tako, po mnenju zagovornikov teorije učinkovitega trga kapital zagotavlja dolgoročno učinkovitost trga kapitala (Shleifer, 2000, str. 3).

1.2 DOKAZI O NEUČINKOVITOSTI TRGA KAPITALA

1.2.1 Obseg trgovanja na trgih vrednostnih papirjev

Teorija učinkovitega trga kapitala predvideva, da vlagatelji med seboj ne trgujejo veliko. Za prodajo ali nakup se odločijo le, kadar dobijo novo relevantno informacijo. Teorija nadalje razlaga, da v primeru ko se posameznik odloči na trgu prodati določeno delnico, se na

njegovo namero ostali vlagatelji odzovejo skeptično. Sprašujejo se namreč, na podlagi česa se ta posameznik želi delnice znebiti oziroma s katerimi informacijami razpolaga, za katere oni ne vedo (Thaler, 1999, str. 14).

Realna situacija na trgu je precej drugačna. Promet na borzi je zelo živahen in veliko večji od tistega, kar predvideva teorija učinkovitega kapitala. Enega izmed vzrokov za velik obseg trgovanja na borzi bi lahko pripisali pretirani samozavesti vlagateljev (angl. *overconfidence*). Samozavest je značilna za vlagatelje, ki verjamejo, da razpolagajo z boljšimi informacijami od ostalih akterjev na trgu, oziroma da znajo bolje izkoristiti dobro priložnost. Odean (1998) pri tem razlaga, da imajo samozavestni vlagatelji nižje pričakovane koristnosti, v primerjavi z racionalnejšimi vlagatelji, zaradi česar držijo manj razpršene portfelje.

1.2.2 Nestanovitnost cen vrednostnih papirjev

Z obsegom trgovanja na borzi je povezana tudi nestanovitnost cen vrednostnih papirjev. Na podlagi teorije učinkovitega trga kapitala naj bi se cene vrednostnih papirjev gibale vedno okoli svoje notranje vrednosti, torej sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov delnice. Poleg tega pa, naj bi se cene spreminjale le ob pojavu novih informacij na trgu. Zgolj pogled na realno dogajanje na trgih nam pove, da hipoteza teorije učinkovitega kapitala v takih razmerah ne more veljati, saj se cene vrednostnih papirjev gibljejo prehitro in prepogosto, da bi odražale zgolj nove razpoložljive informacije.

Shiller (1981) na podlagi opazovanja gibanja indeksa S&P 500 pojasnjuje, da nestanovitnost cen ne more biti pojasnjena zgolj s spremembami dividend delnic, ki indeks sestavljajo oziroma da gibanje cen ne more biti pojasnjeno zgolj s spremembami notranjih vrednosti posameznih delnic. Cenovna odstopanja so tako dokaz obstoja iracionalnega obnašanja na trgu, zaradi česar je potrebno v pojasnjevanje delovanja trga vpeljati tudi psihološke faktorje. Odean (1998) tudi v tem primeru, pripisuje vzroke za večjo nestanovitnost cen v primerjavi z nestanovitnostjo temeljnih vrednosti, vlagateljevi samozavesti.

1.2.3 Dividendna uganka

Donosnost delnic se lahko realizira na dva načina, in sicer v obliki kapitalskih dobičkov ali z izplačanimi dividendami. Realno gledano pa oba načina med seboj nista enakovredna, zaradi vpliva davkov (Thaler, 1999, str. 14). Dividende so namreč v večini primerov obdavčene po višji stopnji kot kapitalski dobički. V racionalnem svetu bi to pomenilo, da izplačevanje dividend ni smiselno ter da racionalni posamezniki raje realizirajo zgolj kapitalske dobičke. Vendar, ponovno, je realnost neskladna s teoretičnimi hipotezami. Dividendna uganka se namreč nanaša na empirično dokazan pojav naklonjenosti vlagateljev k izplačevanju dividend, na podlagi česar lahko ponovno sklepamo na vlagateljevo iracionalnost.

Razlago za opisani pojav ponujata Barberis in Thaler (2002), ki si dividendno uganko razlagata z vplivom miselnega razvrščanja (angl. *mental accounting*), na podlagi katerega vlagatelji zaznavajo dividende in kapitalske dobičke kot dva ločena dobička, zato raje prejemajo obe obliki dobička kot le eno.

1.2.4 Uganka premije za tveganje

Uganka premije za tveganje (angl. *equity premium puzzle*) se pojavlja zaradi nerazumevanja dejstva, zakaj vlagatelji zahtevajo tako visoke premije za tveganje pri izbiri uspešnih delnic. Zgodovinsko gledano so bili donosi delnic veliko višji od donosov manj tveganih naložb, kot so na primer obveznice (Thaler, 1999, str. 14). In čeprav je višjo donosnost delnic v primerjavi z obveznicami tudi za pričakovati, zaradi večjega tveganja, ki ga delnice nosijo, je vendar razlika v premijah med obema vselej prevelika, da bi jo lahko razlagali zgolj s faktorjem tveganja. Mehra in Prescott (1985) sta namreč na pogladi analize podatkov ugotovila, da znaša razlika med donosnostjo obeh naložbenih oblik kar 7 odstotnih točk letno.

Benartzi in Thaler (1995) sta z vpeljavo psihološkega faktorja v reševanje uganke premije za tveganja prišla do zaključka, da je možno pojav deloma razlagati s kombinacijo človekovih percepcij, imenovano **kratkoročna nenaklonjenost izgubi** (angl. *myopic loss aversion*). Kot bom natančneje pojasnila v nadaljnjih poglavjih, se nenaklonjenost izgubi nanaša na dejstvo, da ljudje pripisujemo izgubam večjo vrednost kot dobičkom. Dokazano je namreč, da nas izgube dvakrat bolj prizadenejo, kot nas dobički razveselijo. Kratkoročnost oziroma kratkovidnost (angl. *myopic*) pa pomeni, da se vlagatelji osredotočajo na kratkoročne podatke ter se zanimajo za vse kratkoročne spremembe v premoženju, četudi so pri naložbenju dolgoročno usmerjeni. Benartzi in Thaler (1995) sta nadalje ugotovila, da bo tveganju nenaklonjen vlagatelj, ki svoj portfelj vrednoti vsaj enkrat letno, zahteval višjo premijo za tveganje v primerjavi z racionalnim vlagateljem, kateri ni pod vplivom kratkoročnih nihanj na trgu. Spremljanje kratkoročnih informacij o poslovanju podjetja namreč povzroča manjšo naklonjenost tveganju pri vlagateljih in posledično manjšo pripravljenost investiranja.

1.2.5 Napovedovanje donosov

Še pred nekaj desetletji je večina finančnikov verjela, da je cene vrednostnih papirjev v prihodnosti nemogoče napovedati na podlagi sedanjih razpoložljivih informacij, kar je tudi v skladu s hipotezo učinkovitega trga kapitala. Danes je prepričanje drugačno, saj se strokovnjaki v splošnem strinjajo z enim izmed najpomembnejših odkritij neučinkovitosti trga kapitala, ki pravi, da je donose, vsaj deloma, možno napovedati ter da so cene vrednostnih papirjev do neke mere predvidljive. Na podlagi gibanja cene delnice v preteklosti je tako možno sklepati tudi o smeri gibanja cene v prihodnosti. Poleg tega si lahko vlagatelji pri

oblikovanju napovedi pomagajo s podatki, kot so spremembe dividend, napovedani prihodki podjetja ter določenimi kazalniki (P/E, P/B, ipd.)¹ (Thaler, 1999, str. 13).

2. VEDENJSKE FINANCE

Relativno nova veda, ki proučuje neučinkovitosti trga kapitala ter vzroke zanje išče v načinu razmišljanja ljudi, se imenuje vedenjske finance oziroma behavioristične finance (angl. *behavioral finance*). Pojavi se kot kritika teorije učinkovitega trga kapitala, saj opozarja na neskladnost predpostavk obstoječe finančne teorije z dejanskim dogajanjem na trgu, na katerem se pojavljajo določene neučinkovitosti, katerih sodobna teorija ni sposobna pojasniti (Thaler, 1999, str. 12).

Vedenjske finance združujejo odkritja iz številnih drugih družboslovnih znanosti. Izsledke raziskav predvsem s področja psihologije in sociologije povezuje z dogajanjem na finančnih trgih. Na ta način skuša pojasniti obnašanje posameznikov na finančnih trgih z namenom predvidevanja gibanja trgov v prihodnosti kot posledico pristranskih odločitev vlagateljev. Cilj vedenjskih financ je tako razlaga anomalij, ki se na trgu pojavljajo in katere po mnenju njenih zagovornikov izhajajo iz iracionalnega odločanja subjektov na trgu.

Kritika učinkovitega trga kapitala torej sloni predvsem na nesprejemanju predpostavke racionalnega človeka kot temelja klasične teorije učinkovitega trga. Hipoteza pravi, da se subjekti na trgih obnašajo popolnoma racionalno, saj želijo maksimirati svojo korist, pri tem pa uporabljajo vse razpoložljive informacije. Nasprotno pa zagovorniki vedenjskih financ trdijo, da so akterji na finančnih trgih tudi iracionalni v svojem početju ter da imajo njihove odločitve določen vpliv na dogajanje na trgih, saj povzročajo odmik cen od temeljnih vrednosti. Dalje Shleifer (2000) razlaga, da odstopanja od racionalnega obnašanja niso slučajna.

Znotraj področja vedenjskih financ je bilo v preteklih letih izvedeno veliko število raziskav. Eno prvih študij s tega področja predstavlja raziskava DeBondta in Thalerja (1985), katera dvigne veliko prahu znotraj takratne finančne sfere. Na podlagi opazovanja gibanja delnic na borzi v New Yorku (NYSE) podpreta hipotezo s katero trdita, da pristranskosti pri odločanju vlagateljev, kot so pretirana odzivnost na dolgotrajne negativne informacije, vodijo do gibanja cen, ki je do določene mere predvidljivo.

¹ Kazalnik price-to-earnings (P/E) kaže razmerje med tržno ceno in dobičkom na delnico, kazalnik price-to-book (P/B) pa razmerje med tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo delnice. Prvi prikazuje, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za en evro dobička družbe, drugi pa koliko so pripravljeni plačati za evro knjigovodske vrednosti podjetja.

Omenjeni raziskavi so sledile še številne druge, ki jih bom delno opisala tudi v nadaljevanju. Pri tem je potrebno poudariti, da se raziskovalci s tega področja soočajo z določenimi omejitvami v svojem početju. Shiller (1997) opozarja, da se anomalije, ki jih skušajo strokovnjaki pojasniti, pojavljajo v realnem svetu in v okoliščinah, ko nanje vpliva veliko različnih dejavnikov, medtem ko se testi in poskusi izvajajo v nadzorovanih okoliščinah oziroma »laboratorijih«. Zaradi omenjenega vzroka ter zaradi relativno kratkega obstoja vedenjskih financ se dogaja, da nekateri izsledki raziskav med seboj niso skladni.

Danes vedenjske finance ne veljajo več za kontroveržno znanost kot so to bile v preteklosti. Veliko finančnih ekonomistov se zaveda vpliva omejene racionalnosti vlagateljev na trgu in njenih posledic. Kljub neenotnosti in številnim še nerešenim vprašanjem znotraj teorije, ji nekateri zagovorniki napovedujejo svetlo prihodnost. Thaler (1999) na primer, kot velik zagovornik vedenjskih financ, predvideva, da bodo te v naslednjih letih postale splošno sprejet oziroma prevladujoči del uveljavljene finančne teorije.

2.1 ARBITRAŽA IN NJENE OMEJITVE

Kljub temu, da teorija učinkovitega trga kapitala v osnovi predpostavlja racionalnost finančnih subjektov, je potrebno poudariti, da dopušča tudi možnost obstoja nekaterih neracionalnih udeležencev na trgu, vendar ob predpostavki, da ti s svojimi naključnimi odločitvami nimajo vpliva na cene vrednostnih papirjev v daljšem časovnem obdobju. Arbitraža namreč, po mnenju zagovornikov teorije učinkovitega kapitala, poskrbi za premik napačno vrednotene cena delnice na njeno pravo, torej temeljno vrednost, katera je definirana kot sedanja vrednost vseh pričakovanih bodočih denarnih tokov. Friedman (1953) tako razlaga, da se v primeru pojava odstopanja cene od njene temeljne vrednosti ustvari zanimiva investicijska priložnost, katero bodo racionalni vlagatelji izkoristili in odstopanje cene kmalu odpravili.

Na drugi strani zagovorniki vedenjskih financ trdijo, da se iracionalne odločitve vlagateljev med seboj ne izničujejo ter da imajo iracionalni vlagatelji s svojim ravnanjem precejšen vpliv na cene delnic. Njihove odločitve niso naključne, ampak sistematčne in torej do neke mere predvidljive. Ti vlagatelji povzročajo odmik cene od njene temeljne vrednosti, katere racionalni subjekti niso sposobni popraviti. Na podlagi teorije vedenjskih financ torej cene vrednostnih papirjev ne odsevajo svoje temeljne vrednosti niti na dolgi rok, zaradi neracionalnih odločitev udeležencev na trgu. Arbitraža tako v primeru neučinkovitega trga kapitala, ne rešuje problema odstopanja cen (Shleifer, 2000).

Barberis in Thaler (2002) pojasnjujeta, da se odstopanja cen od temeljnih vrednosti ohranjajo dalj časa, predvsem zaradi tveganj in stroškov povezanih z arbitražo. Temeljno tveganje, s katerim se posameznik sooča pri izvajanju arbitraže, predstavlja možnost, da se lahko cena že tako podcenjenega vrednostnega papirja po opravljenem nakupu dodatno zniža in povzroči

izgubo. **Trgovanje na podlagi nepomembnih informacij** (angl. *noise trader risk*) predstavlja tveganje, da neracionalni vlagatelji povzročijo še dodaten odmik cene delnice od njene temeljne vrednosti, in sicer v kratkem obdobju po njenem nakupu. Shleifer in Vishny (1997) razlagata, da če v opisanem primeru vlagatelji umaknejo sredstva, ki jih imajo arbitri v upravljanju, slednji utrpijo izgubo zaradi predčasnega zapiranja pozicije. Dow in Gorton (1994) nadaljujeta, da arbitri v tem primeru nimajo dovolj časa na razpolago, da bi se cena vrednostnega papirja izenačila s svojo temeljno vrednostjo. Odmik cene tako ne bo popravljen s procesom arbitraže, kot to predvideva teorija učinkovitega trga kapitala.

Z arbitražo so povezani tudi določeni stroški, ki poleg omenjenih tveganj odvrčajo določene vlagatelje od arbitražnih priložnosti. Pri stroških gre predvsem za provizije, ki se zaračunavajo pri številnih nakupih oziroma prodajah vrednostnih papirjev, kot tudi za stroške povezane z odkrivanjem arbitražnih priložnosti, torej iskanjem odstopanj cen delnic od temeljnih vrednosti (Barberis, Thaler, 2002, str. 6).

Pri doseganju učinkovitosti arbitraže ne gre pozabiti tudi na pomen reprezentativnosti. Abreu in Brunnermeier (2002) razlagata, da je za uspešnost arbitraže ključnega pomena prisotnost zadostnega števila akterjev, ki s svojo dejavnostjo odpravljajo odstopanja cene delnic od njihovih temeljnih vrednosti. Za doseganje želenega učinka pa morajo biti ti akterji med seboj tudi časovno usklajeni.

2.2 TEORIJA IZGLEDOV

Teorija izgledov (angl. *prospect theory*) zaseda pomembno mesto znotraj teorije vedenjskih financ, saj je imela največji učinek na ekonomske raziskave s področja odločanja ljudi v negotovih situacijah. Pojavila se je kot alternativa tradicionalni teoriji pričakovanih koristnosti, ki pa še vedno ostaja vodilna teorija s tega področja. Utemeljitelja teorije sta Nobelova nagradjenca Daniel Kahneman in Amos Tversky.

Tversky in Kahneman (1979) na podlagi svoje teorije trdita, da se pri odločanju med gotovimi izidi klasična teorija koristnosti ne obnese, saj ta ne upošteva obnašanja ljudi pri odločanju. Svoje mnenje sta podprla z raziskavo, v kateri posameznik izbira med dvema možnostma. Prva izbira posamezniku prinaša možnost dobička v višini 3000 enot z verjetnostjo 25 %, druga možnost pa 4000 enot z verjetnostjo nastanka dogodka 20 %. V opisani situaciji se večina udeležencev odloči za drugo možnost. Nasprotno pa, ko imajo posamezniki na voljo en gotov izid, za katerega se lahko odločijo, se bodo večinoma zanj tudi odločili, četudi prinaša manjši dobiček od tvegane odločitve. V primeru da prva možnost obljublja gotov dobiček v višini 3000 enot, druga pa znesek 4000 enot z verjetnostjo 80 %, se večina posameznikov odloči za sprejetje 3000 enot.

Opisani pojav ni v skladu s teorijo pričakovanih koristi, katera trdi, da bi se morali posamezniki v obeh primerih odločiti na enak način in izbrati enako možnost. Primera sta namreč popolnoma enaka, le da so verjetnosti v drugem primeru pomnožene s konstanto. Rezultati testa so namreč posledica dejstva, da ljudje pripisujemo manj verjetnim dogodkom preveliko težo in obratno, zelo verjetnim dogodkom pa premajhno, kar imenujemo **nelinearna pretvorba verjetnosti** (angl. *nonlinear probability transformation*). V prvem primeru posamezniki zaznavajo manjšo razliko med verjetnostma nastopa dogodka v primerjavi s pripadajočima vrednostma, oziroma, vrednosti zaznavajo bližje kot verjetnosti, zato izbirajo na podlagi vrednosti. V drugem primeru pa se, zaradi učinka pripisovanja manjše teže bolj verjetnim dogodkom, odločajo na podlagi verjetnosti, saj vidijo večjo razliko med njima kot med pripadajočima vrednostma.

Dokaz pojavnosti nelinearne verjetnostne transformacije lahko v realnem življenju lahko opazimo pri odločanju ljudi za različne oblike zavarovanj. Kljub temu da je verjetnost nastanka določene škode relativno majhna, jo ljudje zaznavamo kot precej relevantno. Pojav je prisoten tudi v obratni situaciji, torej ko obstaja majhna verjetnost realizacije dobičkov, kar je značilnost raznih iger na srečo oziroma loterije, kjer se ponujajo zelo visoki zneski z izjemno majhno pripadajočo verjetnostjo dobitka. V omenjenih primerih gre za različno zaznavanje tveganja. Pri majhnih verjetnostih izgube so ljudje v splošnem tveganju nenaklonjeni, v primeru majhne verjetnosti dobička pa bolj tveganju naklonjeni. Pri tem je zanimivo, da je posameznik tveganju lahko hkrati naklonjen in nenaklonjen, odvisno od vsote, ki je v igri in od tega, ali gre za odločitev o izgubi ali dobičku. Ista oseba lahko tako plačuje rento za zavarovanje in hkrati kupuje srečke za loterijo.

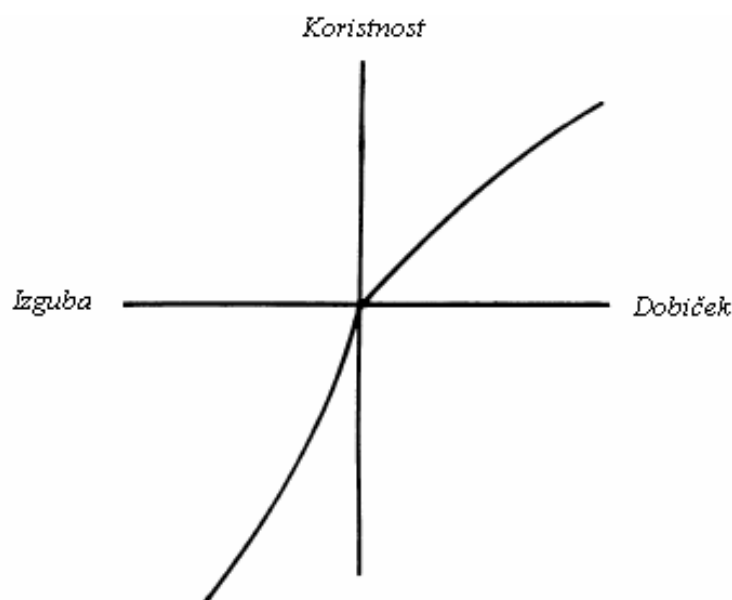
Funkcija vrednosti

Teorija izgledov definira tudi svojo funkcijo koristnosti (angl. *utility function*), poznano pod imenom **funkcija vrednosti** (angl. *value function*). Od klasične funkcije se razlikuje predvsem v načinu dojemanja koristnosti. Teorija izgledov temelji na prepričanju, da ljudje ocenjujejo koristnost na podlagi morebitnih dobičkov in izgub, torej z opazovanjem relativnih sprememb v vrednosti premoženja, ne pa na podlagi absolutnih vrednosti, torej celotnega premoženja, kot je to značilno za tradicionalno funkcijo koristnosti.

Za funkcijo vrednosti je značilna tako imenovana referenčna točka (angl. *reference point*), ki se nahaja v izhodišču koordinatnega sistema in katera služi kot merilo za primerjavo. Ljudje pri sprejemanju odločitev namreč opazujejo relativne spremembe svojega premoženja glede na referenčno točko, čeprav ta ni točno definirana, saj je odvisna od posameznikove subjektivne presoje in se lahko v času spreminja. Na finančnih trgih omenjeno točko v večini primerov predstavlja nakupna cena.

Funkcija vrednosti ima značilno obliko črke S in je naraščajoča na celotnem predelu grafa, s precejšnjim zmanjšanjem naklona v referenčni točki. Lastnost naraščanja funkcije ponazarja dodatno razliko, in sicer da so vlagatelji tveganju v splošnem nenaklonjeni, ne glede na vrednosti, ki so v igri, kar je v nasprotju s teorijo pričakovanih koristi, ko naj bi bili ljudje pri majhnih vsotah do tveganja nevtralni. Poleg tega se naklon funkcije v obe smeri od izhodišča zmanjšuje, kar pomeni, da je za nadaljnjo enoto, tako dobička kot izgube, sprememba koristnosti vse manjša. Nad referenčno točko, torej na območju dobička, je funkcija konkavna glede na koordinatno izhodišče, tako kot pri tradicionalni funkciji koristnosti, ki trdi, da so vlagatelji tveganju nenaklonjeni. Pod referenčno točko, na strani izgub, pa je funkcija konveksna glede na koordinatno izhodišče, kar nakazuje, da smo ljudje tveganju nenaklonjeni, ko se gre za izgube.

Slika 1: Grafični prikaz funkcije vrednosti



Vir: D. Kahneman & A. Tversky, Prospect Theory, 1979, str. 279.

Ena pomembnejših in zelo očitnih lastnosti funkcije je tudi, da je na delu izgub krivulja bolj strma kakor na delu dobičkov, zaradi česar naj bi bili ljudje bolj občutljivi na izgube kot na dobičke, kar imenujemo **nenaklonjenost izgubi** (angl. *loss aversion*). Teorija izgledov na podlagi odkritij s področja psihologije razlaga, da je trpljenje ob realizirani izgubi zaradi slabe naložbe celo dvakrat večje od veselja ob doseženem dobičku v enakem znesku. Vzrok za pojav gre iskati v dejstvu, da ljudje pripisujemo večjo vrednost stvarem, ki jih že posedujemo kot tistim, ki bi jih želeli pridobiti, kar imenujemo **učinek posedovanja** (angl. *endowment effect*). Zaradi izogibanja izgubi smo zato pripravljeni nase sprejemati več tveganja, kar je v nasprotju s klasično teorijo, ki razlaga, da smo ljudje v splošnem tveganju nenaklonjeni ter da smo pripravljeni sprejeti določeno tveganje le v primeru, ko smo za to poplačani z dobičkom.

Dalje teorija izgledov trdi, da smo ljudje pripravljeni sprejeti več tveganja za izogibanje izgubam kot za pa pridobivanje dobičkov. Hazarderji tako na primer pri soočanju z izgubo dvigujejo svoje stave z namenom, da nadoknadijo izgubljeno vsoto. Ljudje smo torej čedalje bolj nagnjeni k tveganju pri soočanju z izgubo in vse manj tveganju naklonjeni z večanjem dobička (Tversky in Kahneman, 1979).

2.3 OKVIRJANJE

Snovalca teorije izgledov Tversky in Kahneman sta med drugim tudi ugotovila, da se ljudje odločajo na različne načine v odvisnosti od tega, kako je določen problem predstavljen, čemur pravimo **odvisnost od okvira** (angl. *framing*). Leta 1981 sta izvedla raziskavo, na podlagi katere sta želela dokazati posameznikovo odvisnost od okvira pri sprejemanju odločitev. Predpostavljala sta, da v primeru, ko je vprašanje zastavljeno v obliki morebitnih izgub, se ljudje izkažejo kot tveganju bolj naklonjeni kakor v primeru, da je enak problem zastavljen kot možnost dobička.

Udeležence raziskave sta prosila, naj si zamislijo situacijo, v kateri se država sooča z nevarnostjo izbruha določene usodne bolezni, ki lahko ubije 600 ljudi. Država ima v tem namišljenem primeru na voljo dve strategiji za reševanje omenjenega problema, strategijo A in strategijo B. Vprašanje o izbiri strategije pa je bilo udeležencem predstavljeno na dva različna načina.

1. način:

Možni izidi so predstavljeni kot dobički, in sicer v obliki preživelih oseb. Če država izbere za reševanje problema strategijo A, bo s tem pred boleznijo obvarovala 200 ljudi. S strategijo B pa obstaja tretjina možnosti, da se vseh 600 ljudi reši pred boleznijo in dve tretjini možnosti, da se ji noben ne izogne. Večini udeležencev (72%) je bila v raziskavi mnenja, da je strategija A ustrežnejša od strategije B, kar pa je statistično gledano slabša izbira.

A: 100% → 200 oseb preživi

B: 33,3% → 600 oseb preživi

66,6% → 0 oseb ne preživi

2. način:

V primeru, da se država odloči za strategijo A, bo s tem umrlo 400 ljudi. Strategija B pa predstavlja tretjino možnosti, da noben državljani ne umre oziroma dve tretjini možnosti, da vsi umrejo. V tem primeru se je večina udeležencev (78%) odločila tvegati, torej sprejeti strategijo B, saj so bile možnosti podane v enotah izgube oziroma v številu smrti državljanov.

A: 100% → 400 oseb umre

B: 33,3% → 0 oseb ne umre

66,6% → 600 oseb umre

Raziskava dokazuje, da smo ljudje bolj pripravljeni tvegati v primeru soočanja z morebitno izgubo, kot v situaciji, ko se odločamo med morebitnimi dobički. Zanimivo pri raziskavi je dejstvo, da sta skupini podali različna odgovora, na dejansko identični vprašanji, le da sta bili ti obratno zastavljeni. Opisani pojav se imenuje **preferenčni preobrat** (angl. *preference reversal*) (Tversky in Kahneman, 1981).

2.4 HEVRISTIČNI PROCES ODLOČANJA

Sprejemanje odločitev na finančnih trgih postaja iz dneva v dan bolj zapleten proces. Razloge za ta pojav gre iskati v vse večanjem številu akterjev, ki so prisotni na trgu, velikemu številu informacij, ki so vlagateljem dostopne, in pa predvsem vse hitrejšemu tempu. Zaradi omenjenih razlogov so vlagatelji v veliko primerih primorani uporabljati poenostavljene metode za ocenjevanje svojih naložbenih odločitev, katere nemalokrat vodijo do napačnih presoj oziroma pristranskosti.

Hevristični pristop k odločanju pomeni, da si ljudje pri sprejemanju odločitev v razmerah negotovosti pomagajo z miselnimi bližnjicami, saj je celovit proces odločanja zamuden ali prezapleten (Kahneman in Tversky, 1974). Številne raziskave s področja vedenjske psihologije pa so odkrile tudi določene vzorce sistematičnih napak, ki jih ljudje ponavljajo pri sprejemanju odločitev v negotovih situacijah. To pomeni, da je odločanje posameznikov na trgu do neke mere predvidljivo ter da iracionalno obnašanje vlagateljev ni zgolj naključno. V nadaljevanju bom opisala nekatere pomembnejše miselne napake, katerim so vlagatelji izpostavljeni na finančnih trgih.

2.4.1 Reprezentativnost

Pojav reprezentativnosti (angl. *representativeness*) izraža nagnjenje ljudi, da dogodke razvrščajo v razrede, na katere se opirajo pri ocenjevanju verjetnosti nastopa določenega dogodka. Zaradi reprezentativnosti ljudje zaznavajo vzorce pojavnosti določenega dogodka tudi tam kjer vzorcev ni, saj ocenjevalci ne upoštevajo vzrokov za pojav vzorca in pa verjetnosti za njegovo ponovitev (Shleifer, 2000, str. 128).

Pogost pojav pri odločanju je tudi neupoštevanje velikosti vzorca. Nekaj zaporednih uspehov namreč še ne zagotavlja uspešnosti naslednjega izida, kar imenujemo **zakon malih števil** (angl. *law of small numbers*). Ta opozarja, da dajemo ljudje nedavnim dogodkom večjo težo in hkrati predpostavljamo, da se bodo ti vrstili tudi v prihodnje (Kahneman in Tversky, 1974).

2.4.2 Pretirana samozavest

Vlagateljeva samozavest (angl. *overconfidence*) predstavlja enega najpomembnejših vzrokov napačne presoje in pristranskega odločanja pri ljudeh v splošnem ter verjetno enega najvplivnejših vzrokov za iracionalno odločanje pri borznem trgovanju, kar vodi do pojava anomalij na trgu. Dokazano je namreč, da akterji na finančnih trgih v številnih primerih precenjujejo svoje sposobnosti in znanja. Miller in Ross (1975) razlagata, da si ljudje v splošnem pripisujejo prevelike zasluge za lastne uspehe. O sebi menijo, da so nadpovprečni ter da so zmožni razlagati dogajanje na trgu bolje od ostalih, kar naj bi se kazalo v njihovi sposobnosti izbiranja najboljših delnic. Po drugi strani pa dajejo premalo teže možnosti nastanka neugodnih izidov, kar ima za posledico povečanje trgovalnega prometa in tvegano vlaganje.

Kahneman in Riepe (1998) pojasnujeta, da je kombinacija samozavesti in optimizma zelo močna. Ta namreč povzroča, da ljudje precenjujejo tako svoje znanje kot zaznavanje zmožnosti vplivanja na dogodke ter hkrati podcenjujejo morebitna tveganja, ki so pri tem prisotna. Zelo samozavestni vlagatelji pa poleg tega pri sprejemanju odločitev upoštevajo le najbolj dostopne informacije in ne vlagajo veliko truda v iskanje ostalih relevantnih informacij, ki so težje dostopne. Hkrati se ti vlagatelji zanašajo zgolj na tiste podatke, ki podpirajo njihovo prepričanje, ostale pa ignorirajo (Hagstrom, 2008, str. 249).

Pojav samozavesti pri odločanju je bolj značilen pri vprašanjih, ki zahtevajo podajanje lastnih ocen oziroma mnenj, manj pa pri nalogah ki zahtevajo natančno vrednotenje. Njen vpliv je v večji meri prisoten v situacijah, ko se pravilnost sprejete odločitve ne izkaže takoj, ampak šele v daljšem časovnem obdobju. Daniel (1998) razlaga, da ima vlagateljeva samozavest za posledico izkrivljeno dožemanje dogodkov posameznika, saj vlagatelji doživete uspehe pripisujejo svojemu znanju in sposobnostim presoje, za neuspehe pa po drugi strani krivijo neugodne okoliščine oziroma zunanje dejavnike.

Shiller (1987) je kmalu po borznem zlomu leta 1987 naredil manjšo raziskavo med 605 individualnimi in 284 institucionalnimi vlagatelji. Zanimalo ga je, ali so omenjeni vlagatelji na dan borznega zloma, torej 19.10.1987, verjeli, da vedo, kdaj bo prišlo do preobrata na borzi oziroma če so pričakovali izid črnega ponedeljka. Odgovori so pokazali, da je bilo 29,2 % individualnih in 28,0 % institucionalnih vlagateljev prepričanih, da vedo, kako se bo trg na ta dan obnašal. Zanimivo pa je, da je bil omenjeni delež med udeleženci, ki so delnice na ta dan kupili še višji, in sicer 47,1 % za individualne in 47,9 % za institucionalne vlagatelje. Shillerja je dalje zanimalo, zaradi katerega razloga so bili vlagatelji tako prepričani v svoje mnenje, torej zakaj so verjeli, da vedo, kako se bo trg gibal. Pri odgovarjanju na slednje vprašanje pa udeleženci niso navedli točnega razloga. Večinoma so vzroke za svoje razmišljanje pripisovali intuiciji oziroma občutku. Na podlagi opisanega lahko sklepamo, da gre povečano trgovanje na dan črnega ponedeljka pripisati v veliki meri tudi samozavesti

vlagateljev in njihovem zanašanju na intuicijo, ne pa odločanju na podlagi relevantnih podatkov.

Samozavest vlagateljev lahko vodi do dveh nasprotujočih si pojavov. Zaradi zanašanja na lastno presojo in lastne sposobnosti posamezniki ne zaupajo novim dostopnim informacijam in se zato nanje ne odzovejo takoj. Za spremembo lastnega mnenja potrebujejo več časa, zato prihaja do počasnejšega vključevanja informacije v ceno vrednostnega papirja, kar imenujemo **premajhna odzivnost** (angl. *underreaction*). Cutler, Poterba in Summers (1989) tako opazajo, da je na borznem trgu možno opaziti le majhne premike cen vrednostnih papirjev na dan napovedi pomembnih novic. Zaradi previdnosti se vlagatelji na objave dobičkov premalo odzovejo.

Po drugi strani pa obstaja tudi obratni pojav, to je pojav **pretirane odzivnosti** (angl. *overreaction*), ko se vlagatelji na določene informacije, predvsem na informacije o dobičku, odzovejo v preveliki meri. Večjo odzivnost je pri tem pričakovati še posebej ob pojavu nepričakovanih in pomembnejših dogodkov. Vlagatelji namreč pripisujejo prevelik pomen trenutnim razmeram in dogodkom ter dajejo preveliko težo sedanjim informacijam, zaradi česar se pretirano odzovejo nanje. V večini primerov se vlagatelji prehitro odzovejo na negativne in prepočasi na pozitivne informacije. Zaradi vpliva samozvesti lahko vlagatelji na podlagi nekaj naključnih dogodkov tudi prehitro sklepajo o pojavu novega trenda na trgu. Vse opisano ima za posledico večjo nestanovitnost cen vrednostnih papirjev (DeBondt & Thaler, 1985, str. 793).

2.4.3 Sidranje

Znotraj procesa odločanja, ko je pri ocenjevanju potrebno podajati kvantitativne ocene, se lahko pojavi vpliv sidranja (angl. *anchoring*). Ljudje se pri ocenjevanju preveč zanašajo na referenčne vrednosti ali sidra (angl. *anchors*), ki vplivajo na njihovo sodbo (Shiller, 1997, str. 10). To se odraža v premajhni odzivnosti vlagateljev na nove informacije, saj ti ob pojavu novih informacij potrebujejo nekaj časa za doumetje trenda, ki nakazuje, kako se bo trg gibal v prihodnje. Pomen sidranja je toliko večji v primeru, da je vrednotenje nejasno, saj je takrat vpliv referenčne vrednosti na posameznikovo oceno še večji (Kahneman & Tversky, 1974, str. 1128).

Tversky in Kahneman (1974) sta izvedla eno izmed mnogih raziskav s tega področja. V raziskavi sta dve ločeni skupini udeležencev prosila, naj navedejo delež afriških nacij, ki po njihovem mnenju prebivajo v ZDA. Pri tem sta za vsako skupino posebej zavrtila nekakšno kolo sreče s števili od 1 do 100, in sicer preden so udeleženci podali odgovor za zastavljeno vprašanje. Rezultati so pokazali, da naključno dobljeno število iz kolesa, ki sicer nima nikakršne veze z zastavljenim vprašanjem, vpliva na oceno v obeh skupinah. Udeleženci iz prve skupine so bili v povprečju mnenja, da je delež prebivalcev afriškega porekla v ZDA 25

%, v drugi skupini pa so podali precej višji delež, in sicer 45 %. Pri tem sta bili naključno dobljeni števili pri vrtenju kolesa 10 v prvem in 65 v drugem primeru. Očitno je, da so ocene v prvi skupini precej nižje od ocen v drugi skupini, zaradi vpliva referenčne vrednosti.

Vpliv sidranja se na borzi kaže v dejstvu, da ob pomanjkanju relevantnih informacij na trgu, na podlagi katerih se vlagatelji odločajo, predstavljajo pretekle cene delnic pomembno determinanto pri ocenjevanju sedanjih vrednosti delnic. Tukaj gre za tako imenovan pojav »lepljivih cen« (angl. *sticky prices*), ki pravi, da dokler bodo vlagatelji upoštevali pretekle cene kot osnovo za vrednotenje sedanjih, bodo nove cene vedno blizu preteklim. Pojav lepljivih cen predstavlja tudi razlog, zaradi katerega borzni cikli trajajo dalj časa (Shiller, 1997, str 10).

2.4.4 Ločitveni učinek

Ločitveni učinek (angl. *disjunction effect*) pomeni, da želijo ljudje pred sprejetjem odločitve počakati na razglasitev rezultatov, četudi ti rezultati nimajo vpliva na njihovo odločitev in bi določeno odločitev sprejeli ne glede na novo informacijo. Tversky in Shafir (1992) sta izvedla poskus z metom kovanca, kateri je udeležencem lahko prinesel 200 USD dobička ali 100 USD izgube. Po opravljenih metih sta udeležence vprašala, ali so pripravljeni ponovno sprejeti stavo meta kovanca in prišli do zanimivih zaključkov. V primeru, ko sta možnost ponovnega meta ponudila po izvedenem metu in s tem po znanem izidu meta, se je večina udeležencev stave odločila za ponovitev poskusa. Ko sta udeležence vprašala, ali so pripravljeni poskus ponoviti, preden sta jim razkrila izid prvega meta, pa je večina udeležencev odklonila možnost ponovne stave.

Rezultati kažejo na prisotnost iracionalnosti pri odločanju, saj med udeleženci obeh skupin ne bi smelo priti do različnih odgovorov. Meti kovanca so med seboj neodvisni, torej informacija o predhodnem metu nima nikakršnega vpliva na verjetnost izida v naslednjem poskusu. Tversky in Shafir (1992) si kontradiktorne rezultate poskusa razlagata z dejavnikom motivacije. In sicer, če je prvi met kovanca posamezniku prinesel dobiček, udeleženec sprejmejo nadaljnjo stavo, saj meni, da nima kaj izgubiti. V primeru, da je bil prvi met zanj neugoden, ga izid motivira, da z naslednjim metom izgubo popravi. Če pa posameznik informacije o prvem metu nima, nima niti nobenega razloga za nadaljnjo stavo. Ločitveni učinek je na finančnih trgih lahko razlog za nizek borzni promet tik pred objavo določene pomembne informacije in pa visok promet in nestanovitnost cen takoj po njeni objavi (Shiller, 1997, str. 18).

2.4.5 Miselno razvrščanje

Miselno razvrščanje (angl. *mental accounting*) pojasnjuje nagnjenje ljudi, da dogodke oziroma pojave razvrščajo v različne miselne predale. To razvrščanje pa nadalje vpliva na posameznikovo sprejemanje odločitev, saj v takem primeru ljudje gledajo na vsak dogodek ločeno in neodvisno od ostalih.

Pojav se kaže tudi v posameznikovem dojemanju denarja. Ljudje svoja sredstva ločujejo v razrede, zato jih vlagajo v določene namene v odvisnosti od tega, kako so ta sredstva pridobili. Shefrein in Statman (1985) sta menja, da ljudje ločujejo svoja sredstva na varni in na tvegani del portfelja. Prvi del je namenjen za pomembne naložne, kot je na primer šolanje otrok, zato ljudje temu delu pripisujejo večjo vrednost. Drugi del pa predstavljajo presežna sredstva in je namenjen bolj tveganim naložbam oziroma priložnostim, ki lahko prinesejo dobiček. Sheferin in Thaler (1988) prav tako razlagata, da ljudje različno zaznavajo denar, ki so ga pridobili na različne načine. Po njunem mnenju ljudje delijo svoje prihodke na tri dele, in sicer na tekoče prihodke, dobičke in prihodke v prihodnosti. Tako je na primer večina posameznikov precej nenaklonjena porabi prihodkov iz prihodnosti, čeprav so le ti gotovi in se ne razlikujejo od tekočih prihodkov (Shiller, 1997, str. 11)

Zanimivo je tudi dejstvo, da ljudje dojemamo nepričakovano pridobljen denar kot presežna sredstva. Ponovno najden bankovec v žepu obleke, ki jo nismo nekaj časa nosili, ljudje dojemamo kot podarjenega zato smo ga pripravljene bolj nepremišljeno porabiti, čeprav smo ga zaslužili na enak način kot ostali denar na našem bančnem računu. Na omenjeni pojav so opozorili Barberies, Huang in Santos (2001) in ga poimenovali **učinek tujega denarja** (angl. *house effect money*). Ta pravi, da so vlagatelji, ki stavijo z denarjem, katerega so zaslužili na lahek način oziroma nepričakovano, tveganju bolj naklonjeni. Na podoben način se obnašajo tudi ljudje pri vlaganju na borzo. V primeru, da je posameznik na borzi v zadnjem času veliko zaslužil, bo tudi bolj pripravljen sprejemati dodatno tveganje pri naslednji naložbeni odločitvi, kakor če bi v bližnji preteklosti realiziral izgube. Doživljanje izgube po predhodno realiziranem dobičku namreč je veliko manj boleče kot soočanje z enako visoko izgubo, ki sledi predhodni izgubi (Barberies, Huang & Santos, 2001).

Thaler (1999) je izvedel poskus, s katerim je želel dokazati vpliv miselnega razvrščanja na odločanje ljudi. Dvema skupinama udeležencev je predstavil enake možnosti izbire z enakimi pripadajočimi izidi, vendar na različna načina, kar se je izkazalo za pomemben dejavnik odločanja. Udeležencem v prvi skupini je podaril 30 GBP in jim obenem ponudil možnost, da denar bodisi obdržijo bodisi vložijo v stavo, ki jim lahko prinese dodatnih 9 GBP dobička ali 9 GBP izgube. Rezultati so pokazali, da se je večina udeležencev raziskave (70 %) odločila za sprejetje stave. Drugi skupini pa je ponudil možnost stave, ki posamezniku prinaša 39 GBP v boljšem in 21 GBP v slabšem primeru ali možnost ne tveganja in sprejetja zagotovljenih 30 GBP. V tem primeru se je, sicer v manjšem številu, vendar še vedno večina udeležencev (57 %) odločila za zagotovljeno vsoto 30 GBP (Hagstrom, 2008, str. 253).

Udeleženci iz prve skupine so dobljenih 30 GBP dojemali kot presežni denar, zato so bili pripravljeni ta sredstva tudi zastaviti in z njimi tvegati. Razmišljali so v smeri, da v najslabšem primeru imajo še vedno 21 GBP čistega dobička, ki ga niso sami zaslužili in kateri jim je bil podarjen. Poleg tega so bile možnosti v drugi skupini predstavljene kot dobički, kar, kot sem že pojasnila, ima za posledico posameznikovo nenaklonjenost tveganju, za razliko od prve skupine, kjer je obstajala možnost delne izgube sicer podarjenega denarja, kar povzroči pri posamezniku večjo nagnjenost k tveganju.

Vlagatelji na finančnih trgih prav tako miselno ločujejo svoje naložbe in med njimi delajo razlike. To se kaže v pojavu, ko ti neradi prodajajo delnice, ki so bile nekoč zelo dobičkonosne. V času ekspanzije se ljudje namreč privadijo na visoke donose in zato le stežka prodajo kasneje, v času ko so dobički nižji. Vrednost naložbe primerjajo s preteklimi donosi ter čakajo na popravek vrednosti, da bi delnico prodali.

2.4.6 Obžalovanje

Obžalovanje sprejetih odločitev ali storjenih napak predstavlja za človeka zelo neprijeten občutek, zato se mu želimo, kot vsakemu negativnemu čustvu, izogniti. Take vrste izogibanje pa ima za posledico odmik našega razmišljanja od racionalnega procesa sprejemanja odločitev. Loomes in Sugden (1982) razlagata, da ljudje pri sprejemanju odločitev stremijo k maksimiranju pričakovane vrednosti »modificirane funkcije koristnosti«, ki je definirana kot funkcija koristnosti, ki jo je posameznik s svojo odločitvijo doseže, kot tudi koristnost, ki bi jo ta lahko dosegel s sprejetjem neke druge odločitve.

Teorija obžalovanja se na finančnih trgih kaže v nagnjenju vlagateljev, da zavlačujejo s prodajo delnic, katerim cena na trgu pada in ki vlagateljem prinašajo izgubo, in hkrati hitijo s prodajo uspešnih delnic, katerim vrednost narašča, kar pa ni v skladu z racionalnim odločanjem na borzi. Shefrin in Statman (1985) omenjeni pojav poimenujeta **učinek pristranskega izstopa iz pozicij** ali **dispozicijski učinek** (angl. *disposition effect*).

Vlagatelji se na ta način obnašajo zaradi dveh razlogov. Prvič, izogibajo se prodaji nedonosnih delnice, saj se ne želijo soočiti z realizirano izgubo, katero doživljajo kot svoji osebni poraz. S tem ko delnico prodajo, svoje trgovanje zaključijo in izguba postane realna. Raje upajo na morebiten preobrat na trgu, ki bi jim to izgubo zmanjšal ali odpravil. Vendar zavlačevanje s prodajo take delnice se lahko zaključi s kasnejši realizacijo še večje izgube in še večjim občutkom obžalovanja. Drugič, vlagatelji stremijo k prehitri prodaji donosnih delnic, in sicer v začetni fazi rasti njihove vrednosti, saj se želijo izogniti občutku obžalovanja, ki bi sledil v primeru, da delnice ne bi prodali pravočasno in ne bi realizirali dobička, ki se jim ponuja v tem trenutku. Obstaja namreč verjetnost padca vrednosti omenjene delnice v prihodnosti, kar bi vlagatelju v primeru neprodaje povzročilo velik občutek obžalovanja, čemur se želi izogniti (Shiller, 1997, str. 8).

Poleg občutka obžalovanja pa je v tem primeru različno obnašanje vlagateljev možno razlagati tudi na podlagi odnosa do tveganja. Ena pomembnejših ugotovitev teorije izgledov namreč pravi, da so v primeru soočanja z izgubami vlagatelji tveganju bolj naklonjeni kot pri možnosti realizacije dobičkov. Podoben primer nepriznavanja napak s strani vlagateljev je možno opaziti tudi v dejstvu, da je nalaganje sredstev v uspešne vzajemne sklade veliko hitreje od jemanja sredstev iz neuspešno poslujočih vzajemnih skladov. Vlagatelji v drugem primeru tako ne želijo potrditi dejstva, da so slabo investirali oziroma izbrali neuspešen vzajemni sklad (Goetzmann & Peles, 1997).

2.4.7 Pristranska razpoložljivost

Pristranska razpoložljivost (angl. *availability bias*) se pojavlja zaradi različne interpretacije spominov. Naše dožemanje realnosti je v splošnem podvrženo preteklim dogodkom iz posameznikovega življenja, vendar imajo ti dogodki različen vpliv naše razumevanje in delovanje. Pri ocenjevanju verjetnosti nastanka določenega dogodka si tako ljudje pomagamo s preteklimi izkušnjami. Kognitivna psihologija razlaga, da si novejša in pomembnejša dogodka iz preteklosti ljudje lažje prikličemo v spomin oziroma, da imajo ti spomini večji vpliv na nas od starejših in manj pomembnih (Tversky & Kahneman, 1973, str. 207).

3. POMEN ČUSTEV PRI BORZNEM TRGOVANJU

3.1 BORZNA PSIHOLOGIJA

Delnice veljajo za eno donosnejših dolgoročnih naložb. Po drugi strani pa je ta oblika investiranja na kratek rok lahko precej tvegana. Včasih se zdi, kot da se cene vrednostnih papirjev gibljejo povsem naključno in da jih ni možno razlagati s spreminjanjem informacij na trgu. Ta pojav gre pripisati dejstvu, da v 90% primerov cene vrednostnih papirjev, na kratek in srednji rok, premika borzna psihologija. Borza vrednostnih papirjev in gospodarstvo sta sicer medsebojno povezana in delujeta po podobnih zakonitostih, vendar se ne gibljeta vedno vzporedno. Gospodarsko stanje na kratek rok namreč nima skoraj nikakršnega vpliva na borzne tečaje. Pri tem je zanimivo, da tečaje ne spreminjajo informacije o novih dogodkih, temveč odzivi ljudi na spremembe v tečajih. To pomeni, da četudi bi posameznik imel na voljo relevantne informacije za odločanje, mu te ne bi koristile, če sam ne bi znal predvideti, kako se bo množica odzvala na njihovo objavo (Kostolany, 2002, str. 50).

Razumevanje čustev, ki so nedvomno prisotna pri borznem trgovanju, je ključnega pomena za razumevanje borze kot take. Vsak posameznik, ki se želi resneje ukvarjati z borzo, mora poznati vsaj njene osnove, če želi uspeti v svojem početju. Pri tem mora biti pozornost vlagatelja usmerjena na dve področji. Opazovati mora svoja čustva, katera se pojavijo pri

spremembah na borzi, hkrati pa mora biti pozoren tudi na morebitne priložnosti, ki se ponujajo, zaradi čustvenih odločitev drugih udeležencev (Hagstrom, 2008). To sicer zveni enostavno, vendar v praksi temu ni tako. Psihološka znanost namreč zatrjuje, da so čustva precej močnejša od razuma in, kot bomo videli v nadaljevanju, lahko ta v določenih okoliščinah razum povsem zameglijo. Pri tem gre omeniti, da sta pri sprejemanju odločitev, ki na kakršen koli način vključujejo denar, prisotni primarni čustvi strahu in pohlepa, kateri spadata v skupino zelo močnih čustev.

3.1.1 Cikličnost borze

Dokaz o prisotnosti čustev na borzi in njihovi vplivnosti na borzna dogajanja lahko vidimo pri opazovanju ene izmed poglavitnih lastnosti borze - njene cikličnosti. Znanost narekuje, da lahko ciklična gibanja najdemo v različnih naravnih situacijah: od plimovanje morja do zakonitosti v solarnem sistemu. V naravi velja splošno načelo ravnovesja, ki pravi, da če nekaj raste, mora slej ko prej tudi pričeti padati, zato da se povrne na začetno raven. In borza pri tem ni nobena izjema.

V splošnem delujeta na borzi dva osnovna trenda; kateri izmed njiju bo v določenem obdobju prevladoval, pa je odvisno tako od dinamike trga kot tudi od pričakovanj ljudi. Višina obrestne mere, trenutne cene vrednostnih papirjev, prisotnost drugih naložbenih alternativ ipd. vplivajo na količino borznega prometa in smer gibanja borznih tečajev. Potrebno pa se je zavedati, da predstavlja interpretacija dogajanja, s strani vlagateljev, pomemben dejavnik odločanja. Morebitne negativne informacije, ki nakazujejo na slabše rezultate poslovanja, si vlagatelji lahko razlagajo kot prehodne ter jim zato ne pripisujejo velikega pomena, hkrati pa lahko relativno dobro poslovanje ocenijo kot neperspektivno zaradi pripisovanja prevelike pomembnosti določenim informacijam. Negativna informacija povzroči padec tečaja le v primeru, če ta ni bila predhodno pričakovana in se pojavi kot presenečenje. V primeru, da ljudje pričakujejo slabe rezultate, njihova objava ne bo imela velikih posledic na višino tečaja, saj so vlagatelji možnost negativnega izida že vzeli v zakup. Prav tako se panika, ki predstavlja značilen pojav na borzi in katero psihologi definirajo kot »socialni pojav, ko skupina ljudi, ki zaznava stvarno ali namišljeno nevarnost, reagira z nerazumnim fizičnim ali psihološkim begom, ki ne vodi k rešitvi« (Zvonarević, 1985), pojavlja le ob nepričakovanih dogodkih.

Tudi zaznavanje gibanja trendov in možnih izidov je s stani množice lahko popačeno. Rast borznih indeksov si vlagatelji razlagajo kot nekakšno stalnico, saj naj bi bilo na borzi možno doseči lepe donose, zlom pa po drugi strani kot nekaj nenadnega. Kostolany (2002) razlaga, da je cikličnost borze možno opisati tudi na podlagi razlik med vlagatelji. V obdobju naraščajočega borznega trenda, torej ob hkratnem naraščanju delniških tečajev in trgovalnega prometa, pričnejo vrednostni papirji prehajati od psihološko trdnih k psihološko šibkejšim vlagateljem. Ko je večina vrednostni papirjev v rokah zadnjih, je zlom neizogiben. Psihologi

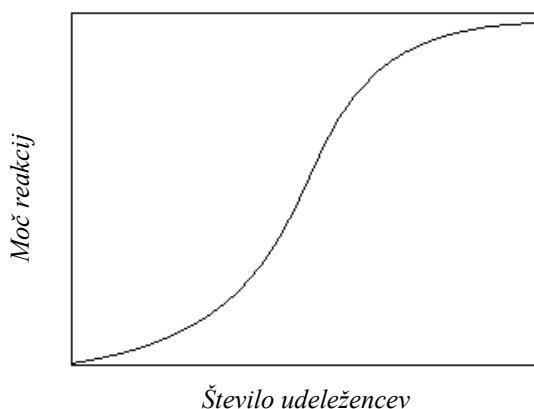
so mnenja, da ob zlomih pridejo na dan temne sile iz človekove podzvesti, ki so v normalnih okoliščinah pod nadzorom razuma. Ko obdobje depresije mine, pa ljudje pozabijo na slabe čase in spet dobijo zagon in zaupanje v borzo (Kostolany, 2002, str. 73).

3.1.2 Psihologija množic

Množica je v psihologiji definirana kot »mnoštvo ljudi brez kakšne izrazite strukture, ki se zaradi skupnih motivov obnaša razmeroma enotno« ali drugače, kot »veliko skupino ljudi, ki jo označujejo nizka organizacija, močna čustva, velika aktivnost in velika spontanost« (Pečjak, 1994). Področje psihologije množic strokovnjaki proučujejo že vrsto let, saj želijo ugotoviti, zakaj se ljudje znotraj množice obnašamo drugače, kot to počnemo na individualni ravni. Množice ljudi namreč vodijo čustva, ne pa razum.

Gustave LeBon (1895) v knjigi Psihologija množic (angl. *The Crowd: A Study of the Popular Mind*) pojasnjuje, da se znotraj množice sproščajo podzvestni agresivni impulzi in da razumske sposobnosti, ki sicer zadržujejo te impulze, odpovejo. Ljudje se so po njegovem mnenju v takih situacijah vedejo iracionalno. Sposobnost inteligentnega mišljenja z naraščanjem čustev upada. Gabriel Tarde (1903) svoje videnje izrazi v knjigi Zakoni posnemanja (angl. *The Laws of Imitation*), saj je mnenja, da se znotraj množice kot najpomembnejši dejavnik pojavlja posnemanje, ki predstavlja temeljno družbeno vez in ki vodi v razosebljanje in poenotenje udeležencev znotraj množice. Dalje, Freedman (1975) razlaga, da se na podlagi teorije povečanja reakcij v množici večina reakcij poveča. Pri tem pa je odnos med številom ljudi in močjo reakcij celo logaritmichen.

Slika 2: Prikaz povečanja reakcij v množici



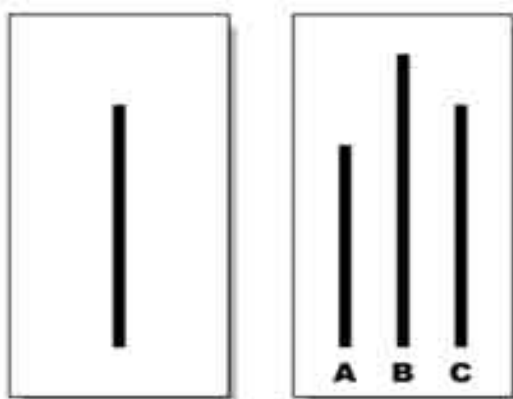
Vir: V. Pečjak, Psihologija množic, 1994, str. 38.

Kljub dejstvu da se je skozi leta oblikovalo veliko število teorij znotraj psihologije množic, so si znanstveniki s tega področja v osnovi vselej enotni, in sicer da predstavlja eno glavnih značilnosti množice čustveno vznemirjanje ter da ima množica določen vpliv na posameznikovo mišljenje in vedenje (Pečjak, 1994, str. 38).

Aschev eksperiment

Psiholog Salomon Asch (1951) je želel dokazati vpliv množice na mnenje posameznika znotraj nje. Izvedel je enostaven poskus, ki velja za enega najstarejših in najpomembnejših psiholoških testov. Poskusa se je lotil tako, da je skupini petih oseb večkrat zaporedoma pokazal po dve sliki. Na prvi je bila prikazana ena črta, na drugi pa tri različno dolge črte. Udeleženci poskusa so morali eden za drugim presoditi, katera izmed črt na drugi sliki je enaka črti na prvi sliki. V prvem in drugem nizu poskusov so se vsi udeleženci odločili za isto črto, torej za pravilni odgovor. V tretjem nizu pa je bilo prvim štirim osebam naročeno, naj izberejo napačno črto, vendar vsi enako. Rezultati so pokazali, da se je v 35% primerov peta oseba strinjala s predhodnimi odgovori in tudi sama izbrala napačno črto. Poskus je tako potrdil hipotezo, da mnenje večine vpliva na izkrivljanje lastnih sodb oziroma da se ljudje v določenih primerih odločajo na podlagi mnenja večine, četudi se zavedajo, da je napačno. Test je Asch ponovili tudi z večjimi skupinami in ugotovil, da soglašanje posameznika s skupino narašča skladno z njeno velikostjo (Pečjak, 1994, str. 43).

Slika 3: Aschev eksperiment



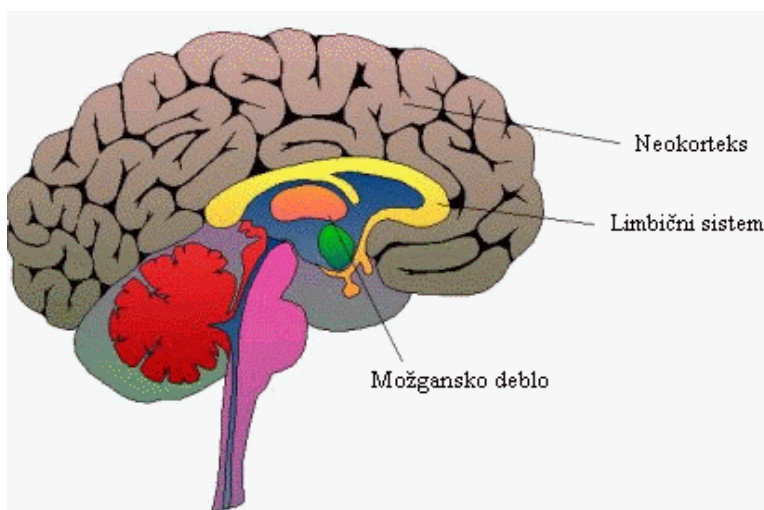
Vir: V. Pečjak, Psihologija množic, 1994, str. 43.

3.2 ČUSTVA IN MOŽGANI

Za boljše razumevanje čustev ter za lažjo predstavo, zakaj je njihov vpliv na človekovo odločanje tako velik, moramo vzroke začeti iskati na samem začetku procesa čustvovanja, torej v možganih. Ameriški psihiater Paul MacLean velja za izumitelja pomembnega koncepta znotraj področja psihiatrije. Definira namreč pojem »**triune brain**«, na podlagi katerega se možgani delijo na tri dele, in sicer na možgansko deblo (angl. *reptilian complex*), limbični sistem (angl. *limbic system*) in del možganske skorje, imenovan neokorteks (angl. *neocortex*) (Peterson, 2007, str. 24).

Preden pričnem z opisom posameznega dela možganov, je potrebno omeniti, da so možgani, v svojem milijon let trajajočem razvoju rasli od spodaj navzgor, kar pomeni, da so vrhnje plasti možganov bolj razvojno dovršene od tistih v nižjih predelih. Evolucijsko najstarejši in hkrati najprimitivnejši del možganov predstavlja tako imenovano **možgansko deblo**, ki upravlja le temeljne življenjske funkcije ter skrbi za zagotavljanje preživetja. Za človekovo odločanje, ki ga obravnavam v tem delu, pa sta pomembna predvsem ostala dva dela možganov.

Slika 4: Grafični prikaz sestave možganov



Vir: E. Hensen, *The Trinity and The Human Brain: A Comparison*, 2005.

Če je predstavljalo možgansko deblo poglavitni del možganov pri plazilcih, se naslednja plast možganov pojavi pri prvih sesalcih. Razvije se namreč **limbični sistem**, ki obkroža in končuje možgansko deblo (od tod tudi ime, ki izvira iz latinskega izraza »limbus«, kar pomeni obroba). Limbični sistem v splošnem skrbi za motivacijo in čustvovanje. Tretji in najrazvitejši del možganov predstavlja **neokorteks**, v katerem poteka celoten zavestni del mišljenja in kjer se izvajajo višje možganske funkcije, kot so govor, učenje, abstraktno mišljenje in analitično odločanje. Neokorteks se pojavlja tudi pri določenih živalskih vrstah, vendar je ta del

možganov pri človeku edinstven ter precej večji kot pri živalih. Neokorteks je pri človeku sestavljen iz 90 % vseh možganskih celic. Ta del možganov je namreč človeka oplemenitil s sposobnostjo mišljenja (Goleman, 1999, str. 25).

Limbični sistem in neokorteks delujeta v veličini primerov neodvisno. Znanstveniki so odkrili nevtralne poti čustvenih odzivov, ki ne potujejo skozi neokorteks in kateri so do 40 tisočink sekunde hitrejši od neokorteksovih impulzov. Hitrejše odzivanje limbičnega sistema v primerjavi z neokorteksovim dokazuje, da čustva večinoma niso rezultat premišljenih idej ampak takojšnje, impulzivne reakcije na dražljaje iz okolja. To dejstvo se na primer kaže v situaciji, ko se človek na določen dogodek odzove impulzivno, svojega dejanja pa se zave šele kakšnem trenutku kasneje, torej kadar se sproži delovanje razumskega uma. Hitrost čustvenega uma spremlja tudi občutek močne odločnosti in gotovosti, kar je bilo evolucijsko gledano zelo pomembno za preživetje. Poleg omenjenega pa je za čustva zelo značilna njihova intenziteta, saj so v določenih situacijah lahko tako močna, da nadvladajo celo višje možganske funkcije. Višji možganski centri so se namreč razvili iz limbičnega sistema, iz česar sledi, da imajo čustvena središča vpliv tudi na miselni proces (Peterson, 2007, str. 24).

Peterson (2007) v svoji knjigi *Inside the Investor's Brain* razlaga, da možgani pod vplivom limbičnega sistema delujejo v smeri hkratnega iskanja užitka in izogibanja bolečini. **Nagrajevalni sistem** (angl. *reward system*) deluje na način, da išče določene objekte oziroma cilje, ki bi posamezniku prinašale zadovoljstvo in užitek. Nevroni v tem delu možganov komunicirajo preko živčnega prenašalca, imenovanega dopamin, čigar delovanje povzroča občutek ugodja. Delovanje nagrajevalnega sistema lahko spodbuja človekov optimizem, samozavest ter posledično pripravljenost za izpostavljanje tveganju, kar so pomembne determinante tudi v procesu odločanja na finančnih trgih. Delovanje **sistema izgube** (angl. *loss system*) pa se po drugi strani sproži, kadar možgani zaznajo nevarnost v okolici. Posledica izpostavljanja nevarnosti je pojav strahu in anksioznosti, kar se lahko odraža v pojavu panike ali pesimizma. Za vlagatelja je torej pomembno, da zna zaznati impulze limbičnega sistema in se nanje pravilno odzvati, kar lahko delno doseže z večjo čustveno inteligenco, kar bom natančneje opisala v nadaljevanju.

3.3 ČREDNI NAGON

3.3.1 Pojav črednega nagona

Kot že samo ime pove, se čredni nagon pojavlja pri živalih, ki živijo v čredah, in sicer z namenom varovanja v nevarnih situacijah. Vendar tudi ljudje smo do določene mere izpostavljeni vplivu tega nagona. Pojem črednega nagona pri ljudeh prvi uporabi Wilfred Trotter (1914) v knjigi *Čredni nagon v Miru in Vojni* (angl. *Instincts of the Herd in Peace and War*), kjer čredni nagon definira kot enega izmed štirih temeljnih človeških nagonov ter ga tako postavi ob bok prehranitvenemu, samouveljavitvenemu in spolnemu nagonu.

Pojav črednega nagona zasledimo v različnih situacijah socialne interakcije. Sprejemanje tujih mnenj za svoje oziroma sledenje drugim, je pa še toliko bolj pogosto pri odločitvah, ki ne vključujejo logičnega razmišljanja ali ko nimamo na razpolago zadostnega obsega informacij na podlagi katerih, bi se lahko odločali (Prechter, 2001). Odločanje v negotovih situacijah in na podlagi pomanjkljivih informacij pa je prisotno pri vlaganju na borzo, kjer lahko udeleženci, pod vplivom črednega nagona, povzročijo nerazumno nihanje cen.

Čredni nagon je prisoten tako pri doseganju pozitivnih vrednot kot pri izogibanju negativnim posledicam, vendar je vpliv nagona pri drugem veliko večji. Psiholog Irving Janis (1972) je na podlagi študije o dinamiki skupinskega odločanja ugotovil, da večje kot je število ljudi, prepričanih v pravilnost svoje odločitve, večja je motiviranost posameznika za izogibanje nesprejetosti znotraj množice. Pa tudi, večja kot je predanost posameznika predhodno sprejeti odločitvi, večje je socialno negodovanje in osebno razočaranje, ki sledi morebitni spremembi mnenja oziroma aktivnosti. Pri trgovanju na borzi se opisan pojav kaže v močnem psihološkem pritisku, ki ga posameznik občuti, ko se odloča o nakupu ali prodaji določenega vrednostnega papirja in kateri posameznika zadržuje in ovira, čeprav je ta prepričan v pravilnost svoje odločitve. Boji se namreč, da ljudje okoli njega tega ne bodo storili in ga bodo v primeru njegove napačne presoje obsojali. To je tudi glavni razlog, zaradi katerega borzni trendi trajajo tako dolgo. Vpliv množice na posameznika je namreč tako velik, da večina ljudi le stežka spremeni svoje mnenje o borznem trendu, če ostali tega ne storijo.

Zanimiva je ugotovitev, da ljudje zaradi vpliva črednega nagona ne le ostajajo pri istem prepričanju zaradi mnenja večine, ampak ga tudi spremenijo zaradi istega vzroka v drugačni situaciji. Peterson (2007) razlaga, da ima lahko človek v istem trenutku nasprotujoče si poglede o določeni situaciji pod vplivom enako močnih čustev. Za katero opcijo se bo posameznik odločil, pa je odvisno od zaznavanja nevarnosti v primitivnejšem delu možganov in čustva, ki ga ta posledično sproži. Opisano situacijo lahko prenesemo na trg vrednostnih papirjev, kjer nekateri vlagatelji spreminjajo razpoloženje iz dneva v dan zaradi različnih čustvenih odzivov. Paul McRae Montgomery (1991) razlaga, da limbičnemu sistemu definicije kot so »sedanja vrednost bodočih denarnih tokov«, ne pomenijo ničesar, kajti limbični sistem zaznava le sedanjost in njegova zaznava vrednosti je le užitek oziroma ublažitev stresa (Prechter, 2001, str. 123).

3.3.2 Namen črednega nagona

Prechter (2001) pojasnjuje, da limbični sistem zaznava drugačnost sočloveka kot morebitno nevarnost. Ljudje se zato, na nezavednem nivoju, izogibamo zavrnitvi in se posledično skušamo prikazati kot drugim podobni. Nočemo torej biti drugačni zaradi morebitne nevarnosti »napada«. Evolucijsko gledano so se človeški možgani razvijali v času, ko je bil posameznik neprestano izpostavljen nevarnostim, na katere je moral biti pozoren, socialna interakcija pa je bila sekundarnega pomena. Ti možgani niso bili ustvarjeni za delovanje v

modernem času. Nekateri nagoni nam zato dandanes ne koristijo več oziroma so nam lahko tudi v napoto pri doseganju ciljev, kot je to opaziti tudi pri investicijskem odločanju.

Pri večjih premikih na trgu nam limbični sistem narekuje, naj se pridružimo množici in si na ta način povečamo svoje možnosti za preživetje. Poleg tega limbični sistem vpliva na oblikovanje občutkov, kot so upanje, evforija, previdnost in panika, kar niso najboljše atributi za uspeh na finančnih trgih (Prechter, 2001). Posledice vplivanja limbičnega sistema na odločanje se kažejo tudi v neuspešnem trgovanju številnih špekulantov na borzi, vsaj dolgoročno gledano. Storjene napake iz preteklosti špekulante le malo izučijo, saj jih večkrat ponavljajo pri sprejemanju novih odločitev.

Čredni nagon torej deluje na nezavedni ravni ter pod vplivom čustev. Vendar pripisati temu pojavu iracionalni predznak ne bi bilo upravičeno, saj kot smo videli, služi določenemu namenu (oziroma vsaj v osnovi je bilo temu tako), to je zaščiti posameznika v potencialno nevarnih situacijah. Na podlagi opazovanja vplivnosti črednega nagona na človekovo obnašanje lahko sklepamo, da je interakcija med ljudmi, kot pomemben vidik dinamike finančnih trgov, podvržena določenim vzorcem, ki bodo po vsej verjetnosti ostali taki tudi v prihodnje, razen če ne bodo znanstveniki s področja socialne psihologije odkrili novih zakonitosti v delovanju človekovega uma.

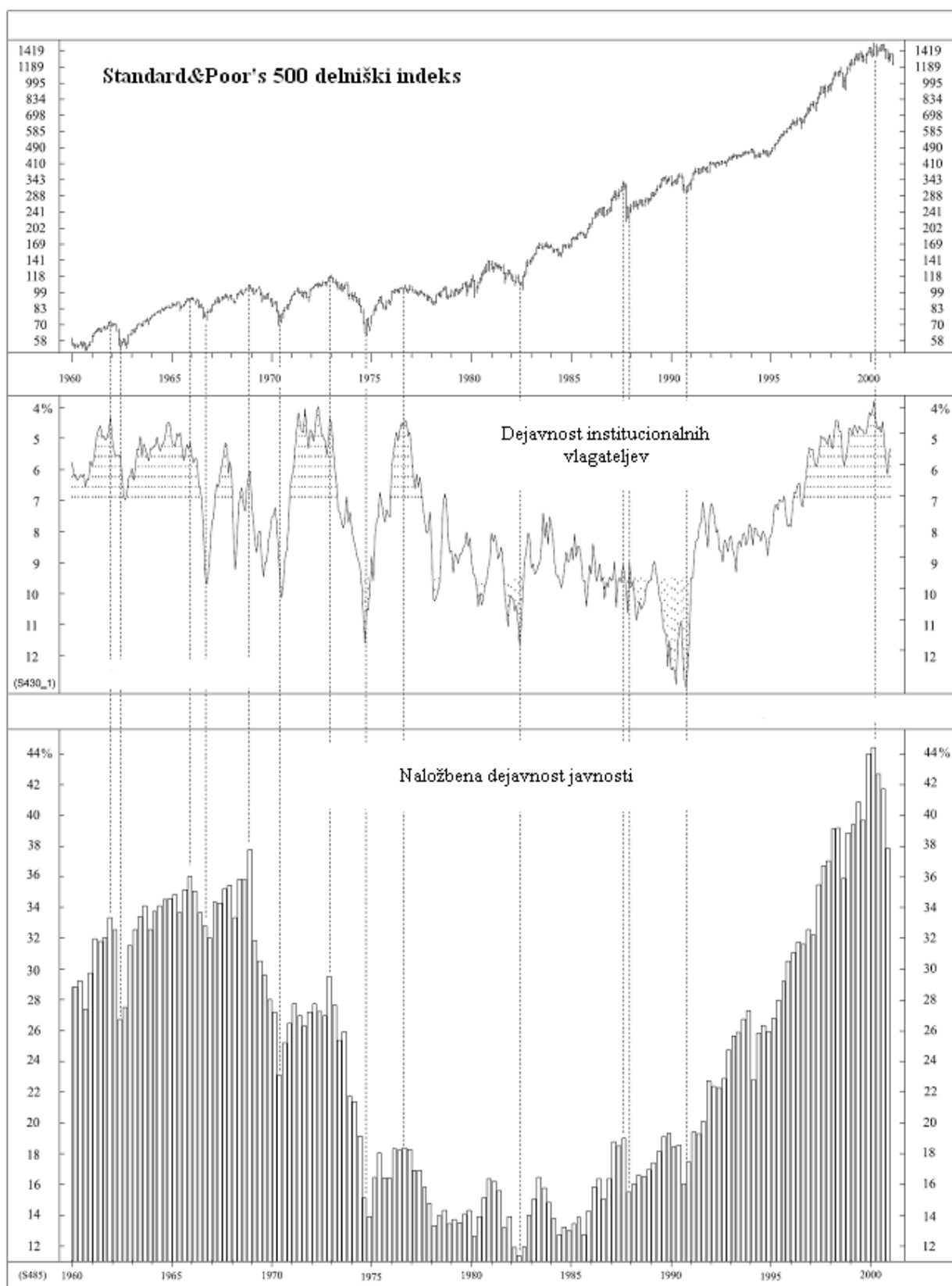
3.3.3 Čredni nagon in profesionalni investitorji

Ugotovili smo, da so množice podvržene delovanju črednega nagona tudi na finančnih trgih. Kako pa je s profesionalnimi vlagatelji? Ali so tako izkušeni vlagatelji sposobni ostajati racionalni pri svojih odločitvah?

Spodnja slika prikazuje naložbeno aktivnost tako institucionalnih vlagateljev kot tudi javnosti v primerjavi z borznim indeksom Standard&Poor's 500 (S&P 500). Prikaz je sestavljen iz treh grafov znotraj istega časovnega obdobja, to je od leta 1960 do leta 2000. Prvi graf prikazuje gibanje indeksa S&P 500 v preučevanem obdobju ter služi za primerjavo z ostalima dvema. V drugem grafu lahko spremljamo aktivnost institucionalnih vlagateljev, izraženo kot delež denarja delniških vzajemnih skladov v celotnih sredstvih. V zadnjem grafu pa lahko opazujemo naložbeno dejavnost ostalih, javnih vlagateljev, merjeno kot delež delnic med finančnimi sredstvi posameznega gospodinjstva.

Iz slike je razvidno, da so naložbene aktivnosti tako institucionalnih vlagateljev kot javnosti skladne z gibanjem indeksa S&P 500. Vlaganja so večja ko trg raste in manjša, ko trg pada, kar pa je v nasprotju z obnašanjem, ki bi vlagatelju prinašal dobiček. Tako vedenje je sicer pričakovati za širšo javnost, a zanimivo je, da se tudi večina profesionalnih vlagateljev dolgoročno odloča na precej podoben način. Človekova želja po sprejetosti in odobritvi s

Slika 5: Prikaz naložbene dejavnosti vzajemnih skladov in javnosti v odvisnosti od gibanja indeksa S&P 500



Vir: R.P. Prechter, *The Practitioners's Perspective*, 2001, str. 122.

strani drugih, ki se kaže v posnemanju ljudi okoli nas, je tako močna, da niti profesionalni vlagatelji oziroma analitiki, ki bi morali biti pri svojem delu racionalni, niso povsem imuni na vpliv črednega nagona in čustev.

Olsen (1996) je izvedel raziskavo, v kateri so analitiki ocenjevali 4000 različnih podjetij in napovedovali njihove bodoče vrednosti, predvsem dobičke na delnico (EPS). Rezultati so pokazali, da tudi pri ocenjevanjih te vrste, prihaja do velikih pristranskosti v napovedih. Olsen je dokazal, da se z zahtevnostjo napovedi veča tudi verjetnost pojava črednega nagona, kar se je odražalo v večjih odstopanjih v napovedi in manjši natančnosti ocene.

Tudi domnevno največji investitor vseh časov, Warren Buffett, si ni znal pojasniti zakaj se na borzi vrednostnih papirjev pojavlja toliko iracionalnih odločitev, kljub temu da je Wall Street poln izobraženih strokovnjakov. Zanimalo ga je tudi, zakaj cene delnic, ki jih imajo v večinski lasti profesionalne družbe za upravljanje, dejansko še najbolj variirajo. Hagstrom (2008) ponuja možnost, da gre razloge za ta nelogični pojav iskati znotraj procesa odločanja, skozi katerega gredo upravljavci portfeljev. Kot prvo, se profesionalni vlagatelji pri izbiri naložb odločajo v skupini, kar ima, kot smo ugotovili, določene posledice na odločanje. In kot drugo, se institucije, znotraj katerih delujejo ti upravljavci, držijo splošno sprejetih varoval in nagradujejo tiste posameznike, ki se odločajo na podlagi uveljavljenih načel o razpršenosti portfelja. Za doseganje nadpovprečnih rezultatov na borzi pa je potrebno sprejemati tudi tvegane odločitve ter biti pripravljen odločati se v nasprotju s prepričanjem večine in iti proti toku, če so razlogi za to tehtni (Hagstrom, 2008).

4. RAZLIKE MED VLAGATELJI NA BORZI

4.1 VLAGATELJI IN NJIHOV ODNOS DO TVEGANJA

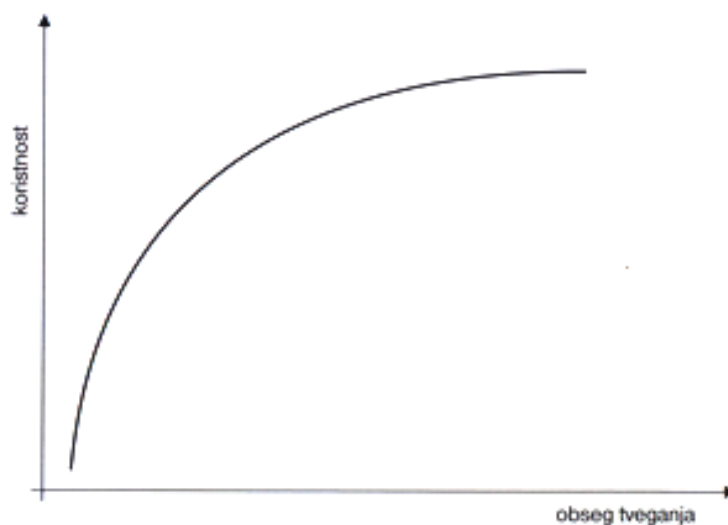
4.1.1 Opredelitev tveganja

Tveganje predstavlja verjetnost, da bo realizacija določenega dogodka v prihodnosti odstopala od njene pričakovane vrednosti. Odstopanje od pričakovane vrednosti lahko poteka v obe smeri, torej tako v negativno kot v pozitivno smer, vendar se v financah tveganje interpretira kot odstopanje zgolj v negativno smer, torej kot verjetnost nastanka izgube. Do negativnega odmika lahko pride bodisi zaradi obstoja nepopolnih informacij na trgu bodisi negotovih bodočih denarnih tokov, ki predstavljajo osnovo za izračun pričakovane vrednosti naložbe v prihodnosti. Tveganje se ponazarja v obliki normalne porazdelitve, pri kateri lahko vrednosti odstopajo od pričakovane za tri standardne odklone v obe smeri, pri čemer je možno izračunati verjetnost realizacije za vsak interval posebej. Tveganje je tako potrebno ločevati od negotovosti, saj pri slednji porazdelitve izidov ni možno oceniti (Berk, Peterlin & Ribarič, 2005, str. 25).

4.1.2 Razlike v percepciji tveganja

Človekov odnos do tveganja je pojasnjen s krivuljo koristnosti, kjer je prikazana višina koristnosti, ki jo posameznik občuti pri določenem obsegu tveganja. Krivulja ima konveksno obliko, kar pomeni, da je prirastek koristi ob višjem tveganju in hkrati višji donosnosti manjši. Bolj ko je krivulja konveksna oziroma izbočena, manjša je posameznikova naklonjenost tveganju, saj večje tveganje v tem primeru ne prinaša velikega povečanja koristnosti in obratno.

Slika 6: Von Neumann-Morgenstern krivulja koristnosti



Vir: A. Berk, J. Peterlin & P. Ribarič, *Obvladovanje tveganja*, 2005, str. 40.

Ljudje smo v splošnem tveganju nenaklonjeni. Motiv za izpostavljanje tveganju pa je dejstvo, da je pozitivno povezano z donosom. Na podlagi finančne teorije so vlagatelji pripravljene nase prevzeti določeno mero tveganja, v zameno za donos, ki ga prinaša. Kljub temu pa se posamezni vlagatelji med seboj razlikujejo na podlagi njihovega odnosa do tveganja. Vlagatelje tako delimo v 3 skupine, to je na tveganju nenaklonjene vlagatelje, vlagatelje, ki so do tveganja nevtralni in tveganju naklonjene vlagatelje. V skupine so razvrščeni glede na donosnost, ki jo zahtevajo za določeno mero tveganja, in sicer vlagatelji, ki so tveganju nenaklonjeni zahtevajo visoko premijo za relativno majhno izpostavljanje, tveganju naklonjenim vlagateljem pa višje tveganje samo po sebi prinaša večjo koristnost, zato ne zahtevajo višje donosnosti.

MacCrimmon in Wehrung (1986) razlagata, da so tveganju naklonjeni vlagatelji pripravljene sprejemati več odgovornosti, da se odločajo na podlagi manjšega števila informacij ter zato zahtevajo manjši nadzor, za razliko od tveganju nenaklonjenih vlagateljev, kateri se ne odločajo v nepoznatih situacijah ter zahtevajo večje število informacij o naložbi v katero se spuščajo.

Razlike v naklonjenosti do tveganja med vlagatelji je možno ponazoriti z enostavnim primerom. Predpostavimo, da ima oseba na izbiro dve možnosti. Lahko se odloči, da ne tvega in sprejme zagotovljen donos v višini 50 evrov ali da tvega pri metu kovanca in tako priigra 100 evrov ali pa nič. V obeh primerih je pričakovana donosnost 50 evrov, kar pomeni, da bi moral biti vlagatelj do obeh izbir indiferenten. Indiferentnost velja za vlagatelje, ki so do tveganja nevtralni, saj ti zaznavajo obe alternativni na enak način. Za ostala dva tipa vlagateljev pa je drugače. Tveganju nenaklonjeni vlagatelj raje izbere možnost, ki ne vključuje tveganja in katera mu prinaša 50 evrov oziroma vlagatelj te vrste bi se celo sprijaznil z nižjim donosom od pričakovanega v zameno za gotovost. Tveganju naklonjeni vlagatelj pa bi nasprotno raje poskusil srečo pri metu kovanca. Netvegano alternativo bi izbral le v primeru, če bi ta ponujala donos višji od 50 evrov.

Ljudje imamo torej različen odnos do tveganja, ki izhaja iz njegove različne zaznave. Kateri so vzroki za nastanek razlik v zaznavanju tveganja, pa predstavlja vprašanje, ki si ga že nekaj desetletij zastavljajo številni znanstveniki tako ekonomskih kot psiholoških ved. V ta namen so bile v preteklosti izvedene številne študije, vendar zaradi subjektivne narave človekovega zaznavanja predstavlja razumevanje opisanega problema zapleten proces, kateri zahteva vključitev številnih dejavnikov, ki vplivajo na posameznikov odnos do tveganja.

4.3.1 Vpliv demografskih dejavnikov na toleranco tveganja

Roszkowski, Snelbecker in Leimberg (1993) so mnenja, da je obseg tolerance tveganja, ki ga posedujejo vlagatelji, odvisen predvsem od njihovih demografskih lastnosti. Te lastnosti so:

- **Spol:** Številne raziskave potrjujejo, da so moški tveganju bolj naklonjeni kot ženske. Roszkowski (1993) razlaga, da spada veliko moških v tako imenovano kategorijo iskalcev vznemirjenj (angl. *thrill seeker*) oziroma iskalcev senzacij (angl. *sensation seeker*), kar pa pri ženskah, vsaj statistično gledano, ni tako pogosto. Slovic (1996) poleg tega razlaga, da je pri razlikovanju med spoloma potrebno upoštevati tudi vpliv družbenih vrednot. V naši kulturi namreč obstaja prepričanje, da morejo moški prevzemati več tveganja v primerjavi z ženskami.
- **Starost:** Toleranca za tveganje naj bi se z leti zmanjševala. Grable in Lytton (1998) pojasnjujeta, da si profesionalni vlagatelji starost razlagajo kot mero za zmožnost posameznika, da nadoknadi morebitno izgubo. Starejši ljudje imajo na voljo manj časa, s tem pa tudi manjšo zmožnost, da nadoknadijo nastale izgube, kar posledično nakazuje na njihovo manjšo naklonjenost tveganju.
- **Zakonski stan:** Samski vlagatelji so tveganju bolj naklonjeni od vezanih. Lazzarone (1996) pojav razlaga s predpostavko, da imajo samske osebe manj odgovornosti, kar jih spodbuja, da sprejemajo večjo mero tveganja. Poleg tega, so vezani oziroma

poročeni pari izpostavljeni tako imenovanemu socialnemu tveganju, kar pa pomeni, da lahko utrpijo izgubo spoštovanja s strani okolice, če njihova odločitev vodi do povečanega tveganja za izgubo.

- **Poklic:** Ljudje, ki opravljajo visoko kvalificirane poklice, so v splošnem tveganju bolj naklonjeni oziroma drugače, Barnewall (1988) razlaga, da si tveganju nenaklonjeni ljudje že v osnovi izbirajo poklice, ki vključujejo relativno nizko ekonomsko ali politično tveganje.
- **Tip zaposlitve:** Samozaposleni oziroma posamezniki, ki dohodke prejemajo neposredno od svojega posla, so tveganju bolj naklonjeni kot ljudje, ki so zaposleni na drugačen način.
- **Rasa:** Belci so tveganju bolj naklonjeni kot nebelci. Razloge gre iskati v razlikah med kulturami in v različni etnični pripadnosti. Veliko kultur je namreč usmerjenih v preteklost in sedanost, ne pa tudi v prihodnost, kar je značilno za kulture belcev. MacCrimmon in Wehrung (1986) pa poleg tega navajata, da naj bi belci tudi bolj verjeli v svoje analitične in odločitvene sposobnosti.
- **Dohodek in Izobrazba:** Tako dohodek kot izobrazba sta pozitivno povezana s pripravljenostjo posameznika, da nase sprejema tveganje. Predstavljata namreč zelo pomembna demografska dejavnika pri determiniranju odnosa do tveganja.

Znanstveniki ugotavljajo, da imajo določeni demografski dejavniki večji vpliv na toleranco tveganja od ostalih dejavnikov te kategorije, vendar si vselej niso enotni o tem, kateri so ti dejavniki. Hawley in Fujii (1993) na primer trdita, da to mesto zasedata izobrazba in dohodki. Medtem ko sta Grable in Lytton (1998) mnenja, da imata izobrazba in spol največji vpliv na posameznikovo nagnjenost k tveganju. Ista avtorja dalje razlagata, da predstavlja starost posameznika edini dejavnik, ki nima nikakršnega vpliva na toleranco tveganja. Razvrščanje ljudi v tolerančne skupine zgolj na podlagi starosti vlagateljev je po njunem mnenju napačno, saj so rezultati na podlagi takega razvrščanja podobni naključnemu razvrščanju. Pojav razlagata z dejstvom, da se z leti večinoma povečujejo tudi posameznikove izkušnje in pa njegovo premoženje, kar ima na toleranco tveganja pozitiven učinek. Po drugi strani Sung in Hanna (1996) nasprotujeta tezi o nepomembnosti dejavnika starosti, saj je na podlagi njune študije moč opaziti tendenco upada tolerance tveganja po 45. letu starosti.

Ugotavljanje tolerance tveganja vlagateljev na podlagi demografskih lastnosti predstavlja začetno točko za razumevanje opisanega problema, vendar se vsekakor ne gre zanašati zgolj na lastnosti te vrste, saj kažejo nepopolno sliko problema. Veliko študij sicer podpira vplivnost opisanih dejavnikov na toleranco tveganja, ampak obstajajo tudi študije, ki kažejo drugačne rezultate.

Raziskava o vplivnosti demografskih dejavnikov

Sung in Hanna (1996) sta z namenom ugotavljanja dejanske vplivnosti demografskih dejavnikov na toleranco tveganja izvedla raziskavo, katere sta se lotila z analizo podatkov, zbranih v Raziskavi o potrošniških financah (angl. *Survey of Consumer Finances*, 1992). Pri slednji gre za prikaz demografskih značilnosti in finančne aktivnosti 2.659 v raziskavo vključenih posameznikov, starih med 16 in 70 let, ki so bili v času raziskave zaposleni. Raziskavo o potrošniških financah vsake tri leta izvaja razvojni center v Chicagu, pod sponzorstvom Zveznih rezerv ZDA.

Udeleženci raziskave so bili, na podlagi predhodno izpolnjenih vprašalnikov naklonjenosti tveganju, razporejeni v tri tolerančne skupine v naslednjem razmerju:

- *Nadpovprečno naklonjeni tveganju (18,3%)*
- *Povprečno naklonjeni tveganju (42,1%)*
- *Nenaklonjeni tveganju (39,6%)*

Rezultati analize podatkov so potrdili pozitivno vplivnost dohodka na naklonjenost do tveganja. Izkazalo se je, da delež tveganju naklonjenih vlagateljev narašča z višino njihovega dohodka, vendar z vedno manjšim prirastkom. Dalje sta raziskovalca dokazala, da so moški bolj naklonjeni tveganju kot ženske. In sicer, samski moški oziroma gospodinjstva z moškim na čelu so tveganju naklonjeni v 70 % primerov. Samske ženske oziroma gospodinjstva z žensko figuro na čelu pa le v 46 % primerov. Analogno so poročeni pari oziroma gospodinjstva sestavljena iz obeh spolov nekje vmes, saj so tveganju naklonjeni v 63% primerov.

Višina izobrazbe se je izkazala kot pomemben dejavnik pri toleranci tveganja. Udeleženci s srednješolsko ali nižjo izobrazbo so tveganju naklonjeni v 33 % primerov, univerzitetni diplomanti, kot najvišje izobraženi v raziskavi, pa kar v 76 % primerov. Potrdila sta, da so samozaposleni posamezniki tveganju bolj naklonjeni, v primerjavi z drugače zaposlenimi posamezniki. Na podlagi njune raziskave so prvi tveganju naklonjeni v 71 % primerov, drugi pa predstavljajo le 58 % celote. Vpliv etnične pripadnosti oziroma rase ima tudi določen vpliv na posameznikov odnos do tveganja. Rezultati kažejo, da so belci tveganju najbolj naklonjeni, in sicer v 65 % primerov, sledijo jim belci španskega rodu z 48 %, najmanj pa so tveganju naklonjeni temnopolti udeleženci, in sicer le v 38 % primerov.

Poleg opisanih dejavnikov sta Sung in Hanna (1996) odkrila tudi pozitivno vplivnost dveh novih dejavnikov na toleranco tveganja, in sicer likvidnih sredstev in pa števila let do upokojitve. Ugotovila sta, da so gospodinjstva, ki razpolagajo s trimesečnimi likvidnimi sredstvi ali bolj likvidnimi sredstvi, tveganju naklonjena v kar 77 % primerov. Medtem ko znaša delež tveganju naklonjenih posameznikov znotraj skupine gospodinjstev, ki razpolaganja z manj likvidnimi, le 57%. Pri opazovanju dolžine dobe do upokojitve sta prišla

do zaključka, da so udeleženci, ki jim do upokojitve primanjkuje 30 let ali več, tveganju bolj naklonjeni, in sicer v 61%. Na drugi strani pa so se udeleženci, katerim do upokojitve primanjkuje 9 let ali manj, izkazali kot tveganju naklonjene le v 53% primerov.

4.3.3 Vpeljava psiholoških faktorjev

Poleg ekonomistov se s pojasnjevanjem pojava različnega zaznavanja tveganja ukvarjajo tudi nekateri psihologi, ki razlagajo, da imajo na posameznikovo zaznavo tveganja velik vpliv dejavniki, kot so samozavest, zaznava nadzora nad življenjskimi dogodki ter celo zaporedje rojstva otroka. Roszowski (1996) razlaga, da so prvorojeni otroci in edinci manj pripravljeni prevzemati tveganje. Podobno, Sulloway (1997) trdi, da so starejši otroci manj naklonjeni tveganju v primerjavi z mlajšimi brati oziroma sestrami. Pojav pojasnujeta z s prisotnostjo večjega občutka odgovornosti pri teh otrocih, ki se pojavi kot posledica prilagojene vzgoje.

Grable in Joo (2000) sta v ZDA izpeljala študijo, v kateri sta združila vpliv tako demografskih kot tudi psiholoških dejavnikov na posameznikov odnos do tveganja. Dejavnikom kot so spol, starost, zakonski stan, rasa, višina dohodkov, pričakovanja o ekonomski prihodnosti ter izobrazba oziroma finančno znanje sta dodala dejavnika zaznave nadzora in pa zaporedje rojstva otrok. Kljub relativno majhni reprezentativnosti vzorca, kajti vanje je bilo zajetih le 242 univerzitetnih študentov starih od 18 do 47 let, je študija pokazala zanimive rezultate. Ti dokazujejo, da imajo le trije faktorji bistven vpliv na toleranco tveganja ljudi, in sicer *zaznava nadzora*, *finančno znanje* in pa *spol*.

Vpliv posameznikove zaznave nadzora na toleranco tveganja so poleg omenjene raziskave potrdile tudi druge psihološke študije. Ljudje, ki menijo, da imajo določen nadzor oziroma vpliv nad potekom dogodkov v svojem življenju, so bolj nagnjeni k tveganju kot tisti, ki menijo, da so nemočni pri ustvarjanju svoje lastne usode. Občutek nadzora je namreč zelo povezan z občutenjem strahu. Če je posameznik mnenja, da nad svojimi življenjskimi dogodki nima večjega vpliva, zaznava prihodnost kot negotovo in je posledično manj pripravljen sprejemati tveganja. In obratno, oseba, ki meni, da ima velik vpliv na potek dogodkov, je bolj zaverovana vase in pripravljena tvegati. Drugi najpomembnejši dejavnik v raziskavi predstavlja izobrazba oziroma znanje. Podobno tudi ta zagotavlja posamezniku določen občutek gotovosti. Udeleženci raziskave, ki so dosegli večje število točk na testu, s katerim so merili posameznikovo poznavanje raznih finančnih področjih, so se na koncu izkazali tudi kot tveganju bolj naklonjeni. Nazadnje so se tudi v tem primeru moški izkazali kot tveganju bolj naklonjeni v primerjavi z ženskami. Ostali dejavniki, zajeti v raziskavo, niso pokazali večjega vpliva na človekov odnos do tveganja.

Green in Hagstrom (2008) sta se prav tako ukvarjala z istim vprašanjem. Njuna razlaga se glasi, da je človekova toleranca do tveganja odvisna predvsem od dveh dejavnikov, in sicer od sposobnosti nadzorovanja lastnih življenjskih razmer in od posameznikove motiviranosti za

zaslužek oziroma njegove ciljne usmerjenosti. Povedano drugače, ljudje, ki so pri sprejemanju odločitev pripravljeni nase prevzemati več tveganja, si v svojem življenju radi postavljajo cilje, hkrati pa verjamejo, da nadzorujejo okoliščine ter da imajo določen vpliv na izid dogodkov.

Na podlagi opisa vseh dejavnikov, ki potencialno vplivajo na zaznavanje tveganja in toleranco tveganja, je očitno, da si znanstveniki o njihovi vplivnosti še vedno niso enotni. Razumevanje obravnavanega problema je namreč zapleten proces, saj vključuje veliko medsebojno vplivnih faktorjev. Rezultate številnih raziskav s tega področja je zato potrebno jemati z določeno mero rezerve, saj med seboj niso vedno skladni oziroma so si lahko celo nasprotujoči.

4.3.4 Naravni pojavi in odnos do tveganja

Da ima narava določen vpliv na človekovo fizično in psihično stanje, je svetu znano že lep čas. Od splošno sprejetih vplivov, kot je vpliv vremena na vremensko občutljive ljudi, pa do nekoliko bolj »eksotičnih«, kot je vpliv lege nebesnih teles na človekovo razpoloženje v določenem časovnem obdobju. Ne glede na to, v kolikšni meri verjamemo tem vplivom, obstajajo določene raziskave, ki pojasnjujejo povezave te vrste. Znanstveniki so namreč potrdili kratkoročni vpliv določenih naravnih pojavov na vedenje ljudi ter posledično na njihovo investicijsko odločanje. Vsi omenjeni vplivi potekajo na nezavednem nivoju.

Najočitnejši vpliv narave na človekovo razpoloženje se na borzi odraža v povezavi med sončnimi dnevi in gibanjem cen delnic. Profesor Hirshleifer z univerze v Ohio je izpeljal raziskavo, v katero je zajel 26 svetovnih borznih indeksov v obdobju od leta 1982 do leta 1997. S primerjavo podatkov je ugotovil, da znaša letna nominalna donosnost delniškega trga v New Yorku času popolnoma sončnih dni 24,8 %, v primeru oblačnih dni pa le 8,7 %. Višjo donosnost delniških indeksov v obdobju sončnih dni si lahko razlagamo z dokazano ugodnim vplivom sonca, ki ga ima na razpoloženje vlagateljev. Vlagatelji so tako zaradi boljšega razpoloženja bolj naklonjeni tveganju, kar se odraža v večjem nakupu delnic in posledičnem povišanju indeksa. Naslednja zanimiva ugotovitev govori o negativni vplivnosti tako imenovanih geomagnetičnih neviht na donosnost indeksov. Vpliv na nekatere ljudi je lahko tako velik, da ga ti občutijo še šest dni po nevihti. Psihološka znanost je že pred leti potrdila vplivnost te vrste neviht na nastanek depresije, torej bolezni, za katero je med drugim značilna tudi splošna nenaklonjenost tveganju (Peterson, 2007, str. 15).

Vpliv lune na človekovo vedenje je bil predmet proučevanja študij s številnih področij. Eno teh predstavlja tudi lunin vpliv na investicijsko odločanje, katerega opisujejo Yuan, Zheng in Zhu (2001). Na podlagi primerjave 48 držav so namreč ugotovili, da je donosnost delniških trgov nižja v obdobjih polne lune, in to kar za 6,6 % v primerjavi z donosnostjo v obdobju mlaja. Polna luna naj bi imela različne vplive na ljudi, med drugim tudi na nespečnost in

prebujanje, kar slabša razpoloženje vlagateljev in posledično znižuje njihovo naklonjenost tveganju. Tudi Kamstra, Kramer in Levi (2002) razlagajo, da skrajšan spanec negativno vpliva na investicijsko odločanje. Pravijo namreč, da naj bi se v primeru menjave časa iz zimskega na poletni skozi konec tedna, torej s petka na ponedeljek, donosnost indeksa prav tako zniža.

4.2 OSEBNOSTNE LASTNOSTI USPEŠNIH BORZNIH VLAGATELJEV

Benjamin Graham (1949), znan predvsem po svoji uspešnici Inteligentni investitor (angl. *The Intelligent Investor*), je na podlagi dolgoletnih izkušenj s trgovanjem na borzi opisal, katere lastnosti naj bi posedoval uspešni vlagatelj. Po njegovem mnenju, se pravega vlagatelja prepozna tako po njegovih finančnih kompetencah kot tudi po njegovi osebnosti in temperamentu. Uspešnega vlagatelja tako opisujejo tri ključne lastnosti, in sicer:

- **Umirjenost:** Uspešen vlagatelj se ne prepušča paniki. Zaveda se pomena najrazličnejših dejavnikov, ki vplivajo na borzne tečaje, zato ga cenovni padci ne vznemirjajo. Verjame namreč, da se bodo cene v kratkem popravile, pod pogojem, da bo podjetje še naprej uspešno poslovalo. Celo nasprotno, pocenitev delnic zdravega podjetja jemlje kot priložnost za dodaten nakup. Miren ostane tudi v primeru prevelikega zanimanja večine vlagateljev za določeno delnico oziroma panogo, saj se zaveda, da zaradi prekomernega števila udeležencev taka naložba po vsej verjetnosti ne bo dobičkonosna.
- **Potrpežljivost:** Vlagatelj potrpežljivo čaka na pravo priložnost in se ne pusti pregovarjati s strani drugih. Vlaga le poredkoma ter morda pri tem tudi marsikatero priložnost izpusti, vendar se za posamezno naložbo odloča le, kadar je popolnoma prepričan v svoj uspeh. Raje se odloča za maloštevilne, vendar dobre priložnosti, kakor za večje število naložb, ki kvečjemu prinašajo povprečno donosnost.
- **Razumnost:** Vlagatelj, ki ga opisuje Graham (1949), razmišlja logično in racionalno, kar predstavlja njegovo poglavitno lastnost. Njegov pogled na svet in na borzna dogajanja ni ne pretirano navdušen ne prekomerno pesimističen. Pri odločanju se distancira od vpliva čustev, česar pa večina vlagateljev ni sposobna storiti.

Za špekulanta po drugi strani velja ravno obratno. Graham (1949) opisuje, da so zanj značilne lastnosti kot so anksioznost, nestrpnost in nezmožnost obvladovanja lastnih čustev, kar pa niso najboljši atributi za uspeh pri borznem trgovanju. Špekulanti morajo biti zato pri svojem odločanju na borzi še dodatno previdni. Najpomembnejše zanje je ohranjanje določene mere racionalnosti, še posebej ob doživljanju uspehov in vedeti, kdaj se umakniti, kajti v nasprotnem primeru jih lahko optimizem, ki sledi doživetemu uspehu, drago stane. Zaradi osebnostnih lastnosti, ki jih posedujejo špekulanti, se med njimi pojavljajo tudi taki, ki se z

borznim trgovanjem v osnovi ne ukvarjajo toliko zaradi potencialnih dobičkov, ki jih borza omogoča, kolikor zaradi živčne napetost in adrenalina, ki spremljajo njihove odločitve. Kostolany (1991) dodaja, da špekulant predstavlja vizionarskega tipa vlagatelja, ki neprestano tehta dobre in slabe strani, tako pri naložbah kot pri ostalih odločitvah v življenju. Za njegov uspeh so še posebej pomembne izkušnje zaradi lažjega predvidevanja cenovnih premikov v prihodnosti.

Na borzi torej v splošnem poznamo dva tipa trgovalcev – vlagatelje in špekulante. Medtem ko želijo prvi po razumni ceni kupiti delnice dobrih podjetij, skušajo drugi uganiti donos na podlagi kratkoročnega spreminjanja tečajev. Pri tem je ravnanje špekulantov včasih obsojano, saj naj bi povzročali nestabilnost trga in pretirano nestanovitnost cen. Vendar pogosto trgovanje, ki ne temelji na odločitvah sprejetih na podlagi ocene poslovanja podjetij, katero je značilno za slednje, ima tudi določene koristi. Vsakodnevni trgovalci namreč ohranjajo likvidnost trga, ki je zelo pomembna za nemoteno delovanje borze, saj na ta način vlagateljem zagotavlja večjo garancijo pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev.

5. ČUSTVENA INTELIGENCA IN VLAGATELJI

5.1 OPREDELITEV ČUSTVENE INTELIGENCE

V Slovarju slovenskega knjižnega jezika je inteligenca definirana kot človekova »nadarjenost za umske dejavnosti«. Vendar umskih dejavnosti je več vrst, zato poznamo tudi več oblik inteligence. Gardner (1999) razlaga, da obstaja pet osnovnih tipov inteligence, in sicer matematično-logična, jezikovna, prostorska, glasbena in motorična inteligenca. Inteligenca kot taka naj bi določala posameznikov potencial za uspeh v življenju. Raziskave iz ZDA pa so pokazale, da le inteligenca ni dovolj. Ta namreč prispeva le 20 % k posameznikovemu življenjskemu uspehu, ostalih 80 % pa predstavlja tako imenovana čustvena inteligenca (Weisbach & Dachs, 1999, str. 5).

Ljudje posedujemo v osnovi dva uma, ki oblikujeta naše miselno življenje – en misli, drugi čuti. Proces razmišljanja namreč poteka tako v razumskem kot v čustvenem umu, med njima pa obstajajo številne razlike. Čustveni um deluje hitro in impulzivno, za razliko od preudarnega, razumskega uma, kateri išče logične povezave med vzrokom in posledico, na podlagi objektivnih podatkov. V splošnem oba uma delujeta ločeno, saj izražata delovanje različnih možganskih tokov, vendar hkrati obstaja med njima tudi neka povezava oziroma medsebojna vplivnost. Čustva so namreč prisotna pri vsaki odločitvi, ki jo sprejemamo, po drugi strani pa lahko z razumom čustva do določene mere tudi usmerjamo. Za razliko od tradicionalno pojmovane inteligence, ki je podedovana, se je mogoče čustvene inteligence naučiti oziroma jo izpopolniti skozi leta, čeprav smo za njeno učenje, kot tudi za učenje česarkoli drugega, najbolj dovzetni v otroštvu (Goleman, 1999, str. 44).

Čustvena inteligenca predstavlja pomemben del našega življenja, čeprav se je morda sploh ne zavedamo. V preteklosti so znanstveniki posvečali veliko pozornosti razumskemu umu, za razliko od čustvenega, ki je bil v večji meri zapostavljen. Potrebno se je zavedati, da tradicionalna inteligenca predstavlja le del osebnosti, ki jo je možno izmeriti, a to še ne pomeni, da so v inteligenco zajete vse sposobnosti človeka. Tako kot se posamezniki razlikujejo v zmožnostih razumevanja, se ti razlikujejo tudi v sposobnostih čustvovanja.

5.2 POJAV ČUSTVENE INTELIGENCE

Pojem čustvene inteligence se prvič pojavi v 90-ih letih prejšnjega stoletja. Profesorja dr. Peter Salovey in dr. John D. Mayer nov tip inteligence opredelita kot zbir sposobnosti, ki naj bi posamezniku pomagale oceniti in izraziti lastna čustva kot tudi čustva drugih in jih uporabljati pri motiviranju, načrtovanju in doseganju življenjskih ciljev (Pečjak, Avsec, 2003, str. 56). Za masovni razmah koncepta čustvene inteligence pa poskrbi psiholog Daniel Goleman z izdajo svetovne uspešnice Čustvena inteligenca (angl. *Emotional Intelligence*), leta 1995.

Definicija nove oblike inteligence je bila ob pojavu deležna obširne kritike in negodovanj znotraj psihološke stroke. Strokovnjake je motila predvsem nekompatibilnost pojmov, saj naj bi bila čustva in inteligenca po definiciji nasprotna procesa. Poleg tega naj bi šlo v primeru čustvene inteligence dejansko za kompetentnosti posameznika, ne pa za njegovo inteligenco (Schutte & Malouff, 1999). Po drugi strani je laična javnost hitro in uspešno sprejela nov koncept, saj naj bi ta oblika inteligence veliko bolje napovedovala posameznikove možnosti za uspeh v življenju kot to omogočajo ostale, konvencionalne oblike inteligence. Razloge za populistično zanimanje za novi konstrukt gre morda iskati v dejstvu, da so čustva prisotna pri reševanju vsakodnevnih problemov ter da je bil njihov pomen v preteklosti premalo poudarjen, še zlasti v zahodni kulturi (Pečjak & Avsec, 2003, str. 58).

Ne glede na to ali se strokovnjaki strinjajo s ponujenim izrazom ali ne, ima pojav pojma čustvene inteligence nedvomno določene koristi. Ljudi namreč opozarja na pomembnost čustvenega dela osebnosti, katerega ne gre zanemarjati. Vsako čustvo, tako pozitivno kot negativno, ima svojo funkcijo in namen. Ljudje se v splošnem želimo izogibati negativnim čustvom, čeprav njihovo doživljanje v omejenih količinah ne prinaša nič slabega. Pri tem pa je pomembno kako se posamezno čustvo izrazi, zato je potrebno svoja čustva znati nadzorovati ter se naučiti, kdaj in kako je primerno določena čustva izraziti. Posameznik je z vplivanjem na lastne čustvene sposobnosti zmožen marsikatero situacijo v življenju izboljšati oziroma si olajšati.

5.3 MODELI ČUSTVENE INTELIGENCE

Znotraj znanstvene sfere, ki obravnava čustveno inteligenco, se predstavniki delijo na dva pola, in sicer na tiste, ki čustveno inteligenco obravnavajo kot osebnostno lastnost oziroma tiste, ki trdijo, da čustveno inteligenco definirajo posameznikove sposobnosti. To predstavlja eno ključnih konceptualnih vprašanj, ki se kaže tudi v deljenih stališčih glede načina merjenja čustvene inteligence. Prva skupina raziskovalcev zagovarja uporabo samoocenjevalnih vprašalnikov, druga pa uporabo testov za merjenje posameznikovih sposobnosti (Avsec & Pečjak, 2003, str. 58).

Obstajata torej dva modela, s katerima je možno definirati čustveno inteligenco – model sposobnosti in mešani model. Predstavnik **modela sposobnosti**, Salovey in Mayer (1990), ki sta hkrati tudi začetnika obravnavane znanosti, sta z opredelitvijo pojma čustvene inteligence želela spodbuditi zanimanje javnosti za omenjeni pojav. S svojim početjem pa sta sprožila val številnih raziskav ter razvoj novih modelov čustvene inteligence s strani drugih znanstvenikov. Njun model predstavlja prvi poskus konceptualizacije konstrukta čustvene inteligence. Čustveno inteligenco izvirno opredelita s tremi prilagoditvenimi sposobnostmi, in sicer (Avsec & Pečjak, 2003, str. 36):

- Sposobnostjo ocenjevanja in izražanja čustev pri sebi in pri drugih
- Sposobnostjo reguliranja čustev pri sebi in pri drugih
- Zmožnostjo uporabe čustev pri reševanju problemov in pri odločanju.

Mešani model predstavlja številčnejše zastopan model, znotraj katerega je čustvena inteligenca širše opredeljena kot v modelu sposobnosti. Predstavniki mešanega modela pojmujejo čustveno inteligenco kot mešanico adaptivnih čustvenih lastnosti in umskih sposobnosti. V nadaljevanju bom predstavila najbolj znana modela čustvene inteligence, ki inteligenco obravnavata kot osebnostno značilnost. To sta Golemanov in Bar-Onov model čustvene inteligence.

5.3.1 *Golemanov model čustvene inteligence*

Goleman (1999) opredeljuje čustveno inteligenco kot konstrukt, sestavljen iz petih entitet, in sicer:

- Samozavedanje
- Samoobvladovanje
- Spodbujanje sebe
- Empatija
- Družbene spretnosti

Golemanov model je bil prvič objavljen leta 1995. V njem se čustvena inteligenca deli na dva dela, in sicer prvi del sestavljajo kompetence s katerimi ljudje upravljajo sebe (samozavedanje, samonadzor, spodbujanja sebe), drugi del pa sposobnosti upravljanja odnosov z drugimi (empatije, družbene spretnosti).

Samozavedanje predstavlja osnovno načelo čustvene inteligence. Gre za sposobnost zaznavanja in prepoznavanja lastnih čustev, pomembnih za razumevanje sebe. Druga lastnost Golemanove čustvene inteligence predstavlja sposobnost **samoobvladovanja**, s katero ljudje nadziramo in uravnavamo svoja notranja stanja. Vključuje pa tudi sposobnost prilagajanja zunanjim situacijskim dejavnikom. Pri sposobnosti **spodbujanja sebe** govorimo o silah, ki spodbujajo in usmerjajo naše vedenje z namenom doseganja cilja. Želja po uspehu, predanost, iniciativa so njeni ključni elementi. Te lastnosti lahko tudi z drugo besedo poimenujemo motivacija. **Empatija** razlaga naše razumevanje drugih. Združuje sposobnosti prepoznavanja čustev in zavedanja občutkov drugih oziroma drugače, predstavlja sposobnost vživeti se v osebnost drugega in doživljati njegova čustva (Wood in Tolley, 2004, str. 94). Zadnja sposobnost združuje posameznikove **družbene spretnosti** ali socialne veščine kot so komunikacija, veščine vodenja in sodelovanja z drugimi. Poleg tega pa še sposobnost vključevanja v skupine, posameznikov vpliv na ostale ter sposobnost reševanja konfliktov (Goleman, 1999, str., 61).

Da posameznik razpolaga s čustveno inteligenco, pomeni, da zna uporabljati zgoraj opisane kompetence v pravem trenutku in s pravilno intenzivnostjo. A model je v preteklosti naletel na številne kritike, saj njegova široka opredelitev čustvene inteligence zajema skoraj celotno človekovo osebnost. Ta namreč vključuje tako motivacijske značilnosti in čustva kot vedenjska področja. Poleg tega strokovnjaki Golemanu očitajo, da naj bi pri svojem proučevanju problema ubral zelo neznanstven pristop, zato številni avtorji s tega področja trdijo, da Golemanov model ne gre pojmovati kot znanstveni konstrukt. Caruso, Salovey in Mayer (2004) poimenujeta Golemanovo delo kot »pop« psihologijo čustvene inteligence (Avsec & Pečjak, 2003, str. 59).

5.3.2 Bar-Onov model čustvene inteligence

Poleg Golemana je predstavnik mešanega modela tudi Bar-On. Slednji nosi zasluge za prvi objavljen test čustvene inteligence, kateri je bil v preteklosti prav tako predmet obsežne kritike s strani znanstvene stroke, čeprav je Bar-On sam poudarjal, da gre pri omenjenem testu za oceno lastne čustvene in socialne kompetentnosti, ne pa za merjenje posameznikovih osebnostnih lastnosti. Vprašalnik čustvenega količnika (angl. *Emotional Quotient Inventory - EQi*) je namreč sestavil že konec 80-ih let z namenom merjenja psihičnega zadovoljstva, vendar so ga kasneje zaradi komercialnih namenov preimenovali, saj so želeli slediti vse večjemu zanimanju javnosti za koncept čustvene inteligence.

Slika 7: Področja čustvene inteligence, vključena v Bar-Onov vprašalnik (1997)

Kompozitne lestvice	Lestvice	Opis lestvice
intrapersonalna inteligentnost	emocionalno samozavedanje	Sposobnost prepoznavanja lastnih čustev (zavedanje, sposobnost njihovega ločevanja in poznavanja njihovih vzrokov).
	asertivnost	Sposobnost sprejemanja in izražanja lastnih čustev, prepričanj in misli, zavzemanja za svoje pravice (ne dovoliti, da vas drugi izkoriščajo) na nedestruktiven način.
	samospoštovanje	Sposobnost sprejemanja zaznanih pozitivnih in negativnih vidikov sebe, svojih omejitev in možnosti, spoštovanje sebe in sprejemanje sebe kot v osnovi dobrega.
	samoaktualizacija	Sposobnost realiziranja lastnih potencialov – gre za dolgoročen, dinamičen proces, usmerjen k maksimalnemu razvoju posameznikovih sposobnosti, kapacitet in talentov.
	neodvisnost	Sposobnost samousmerjenosti in samokontrole pri mišljenju in akcijah ter emocionalna neodvisnost; zanašanje nase pri načrtovanju in odločanju pri pomembnih odločitvah.
interpersonalna inteligentnost	empatija	Sposobnost zavedanja, razumevanja in upoštevanja čustev drugih; občutljivost na to, kaj, kako in zakaj drugi čutijo to, kar čutijo.
	medosebni odnosi	sposobnost ustvarjanja in vzdrževanja vzajemno zadovoljlih medosebnih odnosov, za katere je značilna intimnost in vzajemno dajanje in sprejemanje naklonjenosti
	družbena odgovornost	Sposobnost biti kooperativen in konstruktiven član socialne skupine (vedenje na odgovoren način, socialna zavest in temeljna skrb za druge).
prilagodljivost	reševanje problemov	Sposobnost identificiranja in definiranja problemov ter oblikovanje in uporaba potencialno učinkovitih rešitev.
	preverjanje realnosti	Sposobnost doseganja skladnosti med tem, kaj doživljamo in tem, kar objektivno obstaja.
	fleksibilnost	Sposobnost prilagajanja emocij, misli in vedenja spreminajajoči situaciji in pogojem.
spoprijemanje s stresom	frustracijska toleranca	Sposobnost aktivnega in pozitivnega spoprijemanja z neprijetnimi dogodki in stresnimi situacijami, ne da bi bili preveč prizadeti.
	kontrola impulzov	Sposobnost upiranja oziroma sposobnost odložitve impulza/nagona po določenem vedenju.
splošno razpoloženje	sreča	Sposobnost uživanja v življenju, zadovoljstvo z drugimi in življenjem nasploh.
	optimizem	Sposobnost gledanja na življenje s svetle plati in vzdrževanja pozitivnega stališča, tudi v primeru težav.

Vir: A. Avsec & S. Pečjak, 2003, str. 61.

Pri tem se je potrebno zavedati, da ustreznega testa za merjenje čustvene inteligentnosti, po vsej verjetnosti, sploh ni možno izdelati. Čustvene sposobnosti ljudi so namreč težko merljive, predvsem pa so rezultat individualne samoocene, katera je vselej do neke mere subjektivna (Avsec in Pečjak, 2003, str. 63).

Gowing (2001) povzema, da je Bar-on na podlagi svojega raziskovalnega dela, kljub številnim omejitvam prisotnih pri merjenju čustvene inteligence, prišel do zanimivih ugotovitev, in sicer:

- Starejši ljudje so bolj čustveno inteligentni od mlajših.
- Med etničnimi skupinami ni zaznati bistvenih razlik glede čustvene inteligence.
- Ženske so bolj čustveno inteligentne na področju medosebnih odnosov, medtem ko so moški spretnejši pri spoprijemanju s stresom. Kljub temu, pa so razlike med spoloma na pogladi skupne ocene čustvene inteligence, zanemarljive.

5.4 POMEN ČUSTVENE INTELIGENCE PRI NALOŽBENEM ODLOČANJU

Če povzamemo ugotovitve iz prejšnjih poglavij, lahko rečemo, da čustva v splošnem vplivajo na vsako posameznikovo odločitev. Odločitve, ki jih sprejemajo vlagatelji na borzi, pa pri tem niso nobena izjema, saj je vsaka naložbena odločitev, med drugim tudi plod določenih čustvenih stanj. Velja pa tudi obratno. Zaradi medsebojne vplivnosti čustvenega in razumskega uma lahko človekov razum vpliva tudi na nekatere vidike čustvovanja. Razumevanje in uporaba čustvene inteligence tako predstavlja pomembno orodje za sprejemanje odločitev o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev. Uspešen vlagatelj si ne sme dovoliti prepuščanja trenutnim impulzom ob pojavu sprememb na trgu, ampak mora kar se da racionalno premisliti o pravilnosti svoje odločitve. Nebrzdani odzivi imajo namreč lahko, tako na borzi kot na splošno v življenju, negativne posledice.

Zaradi vplivanja čustev na odločanje lahko trdimo, da popolnoma racionalno odločanje ne obstaja. Za sprejemanje čim bolj racionalnih odločitev, kar je namen vsakega vlagatelja, pa je pomembno znati čustva obvladovati, da ne dobijo prevelikega vpliva v procesu odločanja. Skrajno pozitivna ali skrajno negativna čustva imajo, poleg tega da so nesprejemljiva za okolico, tudi negativen učinek na posameznika, saj zmanjšajo razsodnost njegovega razuma. Človekovo razpoloženje lahko namreč v veliki meri nadvlada miselne sposobnosti. To ne pomeni, da je čustva potrebno zatirati, saj lahko tovrstna aktivnost med drugim vodi tudi do razvoja številnih bolezni, ampak da mora posameznik poiskati ravnovesje med čustvi in razumom, kar se po mnenju Golemana doseže z urjenjem samonadzora.

Izmed petih Golemanovih lastnosti čustveno inteligentnega človeka sta za vlagatelja najpomembnejši prvi dve, torej samozavedanje in samoobvladovanje. Pri samonadzoru ali samoobvladovanju gre za sposobnost posameznika, da poišče rešitev na določen problem brez

razdražljivosti in strahu, ki nanj vplivajo ob soočenju z neko novo situacijo. Goleman (1999) razlaga, da se osebe, ki sposobnosti nadzora v življenju niso uspele razviti, pri odločanju nenehno bojujejo s čustvi stiske. Predpogoj za uspešno nadzorovanje čustev pa je njihovo zaznavanje. Za pravilno odločanje, kar v primeru odločanja na borzi pomeni racionalno odločanje, mora znati vlagatelj prepoznati čustvene signale, ki se pojavijo ob soočenju z novo informacijo na trgu, jih pravilno interpretirati in se na situacijo primerno odzvati.

Če teorijo o čustveni inteligenci prenesemo na borzne trge, lahko sklepamo, da je vlagatelj na podlagi poznavanja sebe sposoben do določene mere omejiti vpliv lastnih čustev, kar mu omogoča največjo možno racionalnost pri sprejemanju naložbenih odločitev. To vlagatelj doseže s pravilnim zaznavanjem čustvenih signalov, ki se pojavijo ob spremembah na trgu in pa pravilnem odnosu do svojih čustev. Na tem mestu je potrebno omeniti, da četudi posamezniku zgoraj opisano uspe, je prisotna še dodatna ovira. Kot smo že omenili, lahko vztrajanje pri lastnih stališčih, ne ozirajoč se na mnenja in dejanja ostalih udeležencev na trgu, posameznika privede do stiske, katero občuti, zaradi določenih zakonitosti v delovanju možganov. Kljub omenjeni omejitvi se mora vlagatelj naučiti nadzorovati svoja občutja in se odločiti na podlagi razuma tudi v primeru, ko mu ta narekuje, naj ravna v nasprotju z ostalimi. Opisan cilj ni lahko dosegljiv, vendar že poznavanje pomena vplivnosti čustev na odločanje se lahko za vlagatelja izkaže kot velika pomoč. Če se posameznik zaveda dejavnikov, ki vplivajo na njegovo razsodnost, je s tem naredil že velik korak pri urjenju lastne čustvene inteligence, katera vodi v sprejemanje racionalnejših odločitev.

SKLEP

Na trgu obstajajo številni dokazi o nekonsistentnosti določenih pojavov s teorijo učinkovitega trga kapitala, ki izhajajo iz kršitve predpostavke o racionalnosti ekonomskih subjektov. V splošnem namreč velja, da popolne racionalnosti ljudje ne moremo doseči, zaradi velikega vpliva čustev na naše delovanja. Vzroke za človekovo iracionalnost pa gre iskati tako v podobnostih kot tudi v razlikah med posamezniki.

Vlagatelji se med seboj v splošnem ne razlikujejo veliko, zaradi zakonitosti delovanja psihologije množic. Razmišljajo in delujejo na podoben način, kar se kaže tudi v nekaterih pojavih, kot je na primer cikličnost borze. Na podlagi načina gibanja borznih indeksov lahko sklepamo, da ima razpoloženje vlagateljev včasih celo večji vpliv, kot ga imajo na primer borzna poročila. Vzroke za podobnosti med vlagatelji gre iskati v delovanju možganov. Lastnost, ki združuje vlagatelje je tudi vpliv črednega nagona, ki je prirojen vsakemu izmed nas. Zaradi njegovega vpliva ljudje stremimo k posnemanju drugih z namenom izogibanja nevarnosti, kot posledice ostanka evolucije. Naši možgani se namreč še niso prilagodili na delovanje današnjega racionalnega sveta in nas zato s svojimi zakonitostmi delovanja lahko tudi ovirajo.

Pomemben dejavnik naložbene dejavnosti predstavlja posameznikov odnos do tveganja, na podlagi katerega se vlagatelji med seboj razlikujejo. Toleranca tveganja se nanaša na pripravljenost in zmožnost vlagatelja, da sprejema negotovost glede nastopa negativnih donosov v njegovem portfelju. Na podlagi rezultatov raziskav je posameznikova toleranca tveganja odvisna predvsem od demografskih in psiholoških dejavnikov. Poleg tega naj na posameznikovo razpoloženje ter posledično na njegovo naklonjenost tveganju vplivati tudi določeni naravni pojavi. Odnos do tveganja je odvisen tudi od okolja, v katerem živimo. V naši kulturi se ljudi, ki so pripravljeni tvegati, ceni, kar ima podzavestni vpliv na vlagatelje. Nazadnje naj bi se vlagatelji med seboj ločevali tudi po določenih osebnostnih lastnostih, kot so umirjenost, potrpežljivost in seveda racionalnost, ki determinirajo uspeh posameznika pri naložbenju.

Čustva predstavljajo pomemben vidik našega delovanja, saj so prisotna pri vsaki človekovi misli oziroma dejanju. Potrebno pa se je zavedati, da nas lahko čustva, predvsem na finančnih trgih oziroma pri investicijskem odločanju na borzi, tudi ovirajo pri sprejemanju racionalnih odločitev, ki so na tem področju ključnega pomena. Fiziološko gledano je čustvovanje ločen proces od razumnega mišljenja, vendar obstaja tudi določena vplivnost med obema umoma. Vsako odločitev spremljajo namreč določena čustva, katera zmanjšujejo racionalnost odločitev. Velja pa tudi obratno, torej da je možno z razumom do določene mere vplivati na čustvena stanja.

Pojav znanosti o čustveni inteligenci nam tako morda odpira nova vrata. Čeprav je izraz čustvena inteligenca relativno nov, pa je pojav kot tak prisoten od nekdaj. Že Aristotel se je zavedal vpliva čustev na naše odločanje in je poudarjal, da je čustva potrebno nadzorovati z inteligenco. Z razvojem čustvene inteligence se posameznik lahko nauči do določene mere imeti čustva pod nadzorom, kar je pri odločanju na borzi, kjer psihološki faktor zelo prisoten, izjemnega pomena. Zelo pomembno se je namreč znati izogniti čustvenim viharjem trga vrednostnih papirjev.

Bistvo je torej skrito v poznavanju samega sebe, saj se le na ta način posameznik lahko upre vzgibom svoje notranjosti, ki večinoma potekajo na nezavedni ravni. V nasprotnem primeru, torej če vlagatelj pusti čustvom prosto pot, se lahko pojavi nadvlada čustev nad razumom. Na ta način postane posameznik sam sebi največji sovražnik zaradi nezmožnosti pravilnega odločanja in hkratnega nezavedanja svojega početja. Razvijanje sposobnosti pravilnega zaznavanja čustev, upoštevanja prejetih signalov ter urjenja v nadzoru nad lastnimi čustvi je edina pot, ki vodi do racionalnejšega delovanja. Le na ta način lahko vlagatelj doseže zmanjšanje vpliva čustev v procesu odločanja in s tem poveča možnost racionalnejšega, torej uspešnejšega, naložbenega odločanja.

LITERATURA IN VIRI

1. Abreu, D. & Brunnermeier, K. (2002). Synchronization Risk and Delayed Arbitrage. *Journal of Financial Economics*, 66 (2002), 341-360.
2. Arthur, W.B. (1991). Designing Economic Agents that Act like Human Agents: A Behavioural Approach to Bounded Rationality. *The American Economic Review*, 81 (2), 353-359.
3. Arthur, W.B. (1994). Inductive Reasoning and Bounded Rationality. *The American Economic Review*, 84 (2), 406-411.
4. Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2), 129–151.
5. Barberis, N. & Thaler, R. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*. Handbook of the Economics of Finance, 1054-1114.
6. Barberis, N., Huang, M. & Santos, T. (2001). Prospect Theory and Asset Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 1-53.
7. Barnewall, M.M. (1988). Examining the psychological traits of passive and active affluent investors. *The Journal of Financial Planning*, 1 (1), 70-74.
8. Benartzi, S. & Thaler, R. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1), 73-92.
9. Berk, A., Peterlin, J. & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja*. Ljubljana: GV Založba.
10. Brannon, I. (2006). Remembering the Man Behind Rational Expectations. *Regulation*, 18-22.
11. Caruso, D.R., Salovey, P. & Mayer, J.D. (2004). A Further Consideration of the Issues of Emotional Intelligence. *Psychological Inquiry: An International Journal for the Advancement of Psychological Theory*, 15 (3), 249-255.
12. Cutler, D. M., Poterba, J. M. & Summers, L. H. (1989). What Moves Stock Prices? *Journal of Portfolio Management*, 15 (3), 4–12.
13. Daniel, K. D., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam (1998). Investor Psychology and the Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53 (6), 1839-1886.
14. Dolan, R.J. (2002). Emotion, Cognition and Behavior. *Science*, 298, 1191-1194.
15. Dow, J. & Gorton, G. (1994). Arbitrage Chains. *The Journal of Finance*, 49 (3), 819-849.

16. Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. New York, 25, 383-417.
17. Friedman, M. (1953). Essay in Positive Economics. *University of Chicago Press*, 3-43.
18. Fuller, R.J. (2000). Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, 2 (3), 1-21.
19. Gardner, H. (1999) *Intelligence Reframed: Multiple intelligences for the 21st century*. New York: Basic Books.
20. Glaser, M., Noth, M. & Weber M. (2003). Behavioral Finance. *University of Mannheim*, 3 (4), 1-20.
21. Goleman, D. (1999). *Čustvena inteligenca*. Ljubljana: Založba Mladinska knjiga.
22. Goetzmann, W. & Peles, N. (1997). Cognitive Dissonance and Mutual Fund Performance. *Journal of Financial Research*, 20 (2), 145-158.
23. Gowing, M. K. (2001). *Measurement of individual emotional competence*. The emotionally intelligent workplace: How to select for, measure, and improve emotional intelligence in individuals, groups, and organizations. San Francisco, CA: Jossey-Bass, 83–131.
24. Grable, J. E. & Joo, S. (2000). A Cross-Disciplinary Examination of Financial Risk Tolerance. *Consumer Interests Annual*, 46 (1), 1-6.
25. Grable, J. E. & Lytton, R. H. (1998). Investor Risk Tolerance: Testing The Efficacy of Demographics as Differentiating and Classifying Factors. *Association for Financial Counseling and Planning Education*, 61-70.
26. Graham, B. (1949). *The Intelligent Investor*. New York: HarperCollins Publishers Inc.
27. Hagstrom, R. G. (2008). *Buffetova Načela: Brezčasna načela investiranja za nove gospodarske razmere*. Varaždin: Katarina Zrinski.
28. Hawley, C. B. & Fujii, E. T. (1993). An empirical analysis of preferences for financial risk: Further evidence on the Friedman-Savage model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 16, 197-204.
29. Hensen, E. (2005). The Trinity and The Human Brain: A Comparison. [URL: http://www.proofgodexists.org/trinity_and_the_human_brain.htm], 20.6.2009.
30. Hunton, J.E, McEwen, R.A. & Bhattacharjee S. (2001). Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2 (4), 182–189.
31. Janis, I. (1972). *Victims of Groupthink*. Boston: Houghton Mifflin.

32. Johnsson, M., Lindblom, H. & Platan, P. (2002). Behavioral Finance – And the Change of Investor Behavior During and After the Speculative Bubble at the end of the 1990s. Master Thesis in Finance. *Faculty of Business Administration*, 87.
33. Kahneman, D. & Tversky, A. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185 (4157), 1124-1131.
34. Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47 (2), 263-292.
35. Kahneman, D. & Tversky, A. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, 211 (4481), 453-458.
36. Kahneman, D. & Riepe, M.W. (1998). Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24 (4), 1-21.
37. Kamstra, M., Kramer, L. & Levi, M. (2002). *Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle*, Federal Reserve Bank of Atlanta.
38. Khemani, K. (2005). Ignorance is Bliss. A study on how and why humans depend on recognition heuristics in social relationships, the equity markets and the brand marketplace, thereby making successful decisions. *London School of Economics departments of Operational Research and Finance*, 9-12.
39. Kostolany, A. (2002). *Borzna Psihologija*. Ljubljana: Soleco.
40. Lazzarone, B. G. (1996). The economic well-being of rural Nevada elders. *Proceedings of the 1996 Conference of the Western Region Home Management Family Economics Educators*, 67-74.
41. Le Bon, G. (1895). *The Crowd: A Study of the Popular Mind*. New York: The Macmillan Co.
42. Lee, W.Y., Jiang, C.X & Indro, D.C. (2002). Stock Market Volatility, Excess Returns and the Role of Investor Sentiment. *Journal of Banking and Finance*, 26 (2002), 2227-2299.
43. Lo, A.W. & Repin, D.V. (2002). The Psychophysiology of Real-Time Financial Risk Processing. *Journal of Cognitive Neuroscience*, 14 (3), 323- 339.
44. Loomes, G. & Sugden, R. (1982). Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty. *The Economic Journal*, 92, 805–824.
45. MacCrimmon, K. & Wehrung, D. A. (1986). *Taking Risk*. New York: Macmillan USA
46. Mehra, R. & Prescott, E. C. (1985). The Equity Premium Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15 (1), 145-161.

47. Miller, D.T. & Ross, M. (1975). Self-serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction? *Psychological Bulletin*, 82(2), 213-225.
48. Mishkin, F. S. & Eakins S. G. (2000). *Financial Markets and Institutions*. Addison-Wesley Series in Finance.
49. Montgomery, P.M. (1991). Stocks and the Irrational: Possible Sub-Cortical Influences on Contemporary Equity Market Pricing.
50. Mussweiler, T. & Schneller, K. (2003). What Goes Up Must Come Down - How Charts Influence Decisions to Buy and Sell Stocks. *The Journal of Behavioral Finance*, 4 (3), 121–130.
51. Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Loses? *Journal of Finance*, 53 (5), 1775-1798.
52. Olsen, R.A. (1996). Implications of Herding Behavior for Earnings Estimation, Risk Assessment, and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 52 (4), 37-41.
53. Pečjak, V. (1994). *Psihologija Množice*. Ljubljana: Samozaložba.
54. Pečjak, S. & Avsec, A. (2003). *Konstrukt emocionalne inteligentnosti*. Psihološka obzorja, 12 (1), 55-66.
55. Peterson, R. L. (2007). *Inside the Investor's Brain*. John Wiley & Sons Inc., 23-35.
56. Prechter, R. R., Jr. (2001). Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2 (3), 120–125.
57. Rabin, M. (2001). *A Perspective on Psychology and Economics*. Department of Economics, University of California–Berkeley, 2 (303).
58. Roszkowski, M. J., Snelbecker, G. E. & Leimberg, S. R. (1993). Risk-tolerance and risk aversion. In S. R. Leimberg, M. J. Satinsky, R. T. LeClair & R. J. Doyle, Jr., *The tools and techniques of financial planning*, 4, 213-225.
59. Russell, J. F. (1998). Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, 2 (3), 1-20.
60. Salovey, P. & Mayer, J. D. (1990). *Emotional Intelligence. Imagination, Cognition and Personality*, 9, 185-211.
61. Schutte, N. S. & Malouff, J. M. (1999). Measuring emotional intelligence and related constructs. The Edwin Mellen Press.
62. Sherfin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. New York : Oxford University Press, 3-33.

63. Shefrin, H. & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long, *Journal of Finance*, 40, 777–790.
64. Shefrin, H. & Thaler, R. (1988). The Behavioral Life-Cycle Hypothesis, *Economic Inquiry*, 26 (1988), 609-643.
65. Shiller, R.J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review*, 71 (3), 421-436.
66. Shiller, R. J. (1987). Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence. *Yale University – International Center for Finance*.
67. Shiller, R. J. (1997). Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. *Handbook of Macroeconomics. Yale University, International Center for Finance*, 1-27.
68. Shleifer, A. (2002). Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 158 (2), 369-374.
69. Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance*, 52 (1), 35-56.
70. Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly. Journal of Economics*, 69 (1), 99-117.
71. Slovic, P. (1996). *Risk-taking in children: Age and sex differences*. *Child Development*, 37, 169-176.
72. Sulloway, F. J. (1997). *Born to rebel: Birth order, family dynamics, and creative lives*. Boston: Pantheon.
73. Sung, J. & Hanna, S. (1996). *Factors Related to Risk Tolerance*. Association for Financial Counseling and Planning Education, 7, 11-17.
74. Tarde, G. (1903). *The Laws of Imitation*. New York : H. Holt and Company.
75. Thaler, R. & Barberis, N. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*. *Handbook of the Economics of Finance*, 18, 1052-1121.
76. Thaler, R. H. (1999). *The End of Behavioral Finance*. Association for Investment Management and Research, 12-16.
77. Thaler, R. & De Bondt, W. F. M. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.
78. Tomšič, J. (2008). *Čredni nagon kot vzrok špekulativnih mehurčkov* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
79. Trotter W. (1914). *Instincts of the Herd in Peace and War*. Washington: Beardbooks.

80. Tversky, A. & Shafir, E. (1992). The Disjunction Effect in Choice Under Uncertainty. *Psychological Science*, 3 (5), 305–309.
81. Vičar, N. & Berk, A. (2004). Vedenjske razlage neracionalnosti na trgih vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik*, 53 (12), 14-19.
82. Vičar, N. & Berk, A. (2004). "Ugankarska" področja v financah in rešitve tabora behavioristov. *Bančni vestnik*, 53 (10), 6-11.
83. Weiserbach, C. & Dachs, U. (1999). *Kako Razvijemo Čustveno Inteligenco*. Ljubljana: DZS.
84. Wood, R. & Tolley, H. (2004). *Ocenite svojo čustveno inteligenco*. Ljubljana: Lisac & Lisac.
85. Yue, W. T., Chaturvedi, A.R. & Mehta, S. (2000) *Is More Information Better? The Effect of Traders' Irrational Behavior on an Artificial Stock Market*. West Lafayette: Kannert Graduate School of Management, Purdue University, U.S.A.
86. Zvonarević, M. (1985). *Socijalna psihologija*. Zagreb: Školska knjiga.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

anchoring - sidranje

anchors - sidra

availability bias - pristranska razpoložljivost

behavioral finance - vedenjske finance

disjunction effect - ločitveni učinek

disposition effect - učinek pristranskega izstopa iz pozicij

emotional intelligence - čustvena inteligenca

emotional quotient inventory - vprašalnik čustvenega količnika

endowment effect - učinek posedovanja

equity premium puzzle - uganka premije za tveganje

framing - okvirjanje

house effect money - učinek tujega denarja

law of small numbers - zakon malih števil

limbic system - limbični sistem

loss aversion - nenaklonjenost izgubi

loss system - sistem izgube

mental accounting - miselno razvrščanje

myopic loss aversion - kratkoročna nenaklonjenost izgubi

noise trader risk - trgovanje na podlagi nepomembnih informacij

nonlinear probability transformation - nelinearna pretvorba verjetnosti

overconfidence - pretirana samozavest

overreaction - pretirana odzivnost

preference reversal - preferenčni preobrat

prospect theory - teorija izgledov

rational expectations - racionalna pričakovanja

reference point - referenčna točka

representativeness - reprezentativnost

reptilian complex - možgansko deblo

reward system - nagrajevalni sistem

sensation seeker - iskalec senzacij

sticky prices – lepljive cene

theory of efficient capital markets - teorija učinkovitega trga kapitala

theory of rational expectations - teorija racionalnih pričakovanj

thrill seeker - iskalec vznemirjenj

underreaction - premajhna odzivnost

utility function - funkcija koristnosti

value function - funkcija vrednosti