

Mariusz Kicia

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

PŁEĆ A TOLERANCJA RYZYKA W INWESTYCJACH GIEŁDOWYCH*

1. Wstęp

Tradycyjne podejście do podejmowania decyzji finansowych, niezależnie od tego, że zakłada powszechną racjonalność decyzyjną agentów, pomija w zasadzie uwarunkowania psychologiczne w procesach decyzyjnych. Powstanie i rozwój teorii finansów behawioralnych wyznaczyły zupełnie nowe perspektywy dla postrzegania i analizy procesów podejmowania decyzji w warunkach ryzyka. Badania D. Kahnemana i A. Tversky'ego, rozwijane przez kolejnych zwolenników włączania psychologii do ekonomii i finansów, nie tylko wywołały swego rodzaju modę na behawioralne podejście do procesów decyzyjnych, ale wskazały również możliwości wykorzystania w finansach narzędzi wypracowanych przez psychologię, pozwalających na poszukiwanie przyczyn zachowań ekonomicznych jednostek i grup wykraczające poza tradycyjnie stosowane metody.

Istotne znaczenie dla efektywności funkcjonowania pracownika w organizacji ma bowiem jego osobowość, która predestynuje go do wykonywania pewnych obowiązków zawodowych, w przypadku innych zaś uniemożliwia pełne wykorzystanie potencjału. Niedopasowanie wymagań do możliwości osobowościowych może prowadzić do napięć i konfliktów w organizacjach, co w konsekwencji wpływa na motywację pracownika i efektywność całej organizacji [Čakrt 2006, s. 14-15]. Dotyczy to także aspektów finansowych funkcjonowania przedsiębiorstw, gdzie istotnym czynnikiem wpływającym na efektywność decyzji jest akceptacja odpowiedniego poziomu ryzyka. Jeżeli więc ze względu na cechy indywidualne skłonność do podejmowania ryzyka jest zbyt niska lub zbyt wysoka, to utrudniona może być realizacja odpowiednio agresywnej lub defensywnej strategii finansowej.

* Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2007-2008 jako projekt badawczy nr N113 047 32/4315 pt. „Typologia postaw inwestycyjnych na rynku kapitałowym”.

Ryzyko wpisane jest także w proces inwestowania na rynku kapitałowym, niezależnie od tego, czy mamy do czynienia z inwestorami indywidualnymi, czy instytucjonalnymi. Podejście behawioralne do inwestycji giełdowych wskazuje, że przyczyną ich nieefektywności może być nieodpowiednie konstruowanie portfela, niedopasowane do możliwości percepcji ryzyka przez inwestora. Efektem ubocznym zarządzania portfelem z dużą ekspozycją na ryzyko są bowiem skutki emocjonalne, które mogą prowadzić do zbyt wczesnego lub zbyt późnego zamykania pozycji, nadając temu działaniu priorytet przed racjonalnym uzasadnieniem podejmowania takich działań.

W świetle powyższych rozważań powstają więc pytania, czy ze względu na uwarunkowania emocjonalne istnieje różnica w sposobie podejmowania decyzji finansowych przez kobiety i mężczyzn oraz czy może mieć ona wymierne konsekwencje obserwowane w efektywności podejmowanych decyzji. Weryfikacja tak postawionego problemu jest przedmiotem rozważań autora niniejszego opracowania.

2. Płeć a decyzje w opracowaniach teoretycznych i badaniach empirycznych

Badania psychologiczne prowadzone w zakresie ogólnych uwarunkowań decyzyjnych kobiet i mężczyzn wskazują na istotne różnice między płciami w tym zakresie. J.S. Hyde i L. Frost dowiodły, że przeciętny mężczyzna lepiej niż kobieta ocenia związki przestrzenne w odniesieniu do własnego położenia, gorzej natomiast radzi sobie z zadaniami werbalnymi i wymagającymi szybkiej percepcji. Mężczyźni są nieco lepsi od kobiet w matematyce, ich przewaga ujawnia się w 15 roku życia i z wiekiem narasta. Różnice między płciami w zdolnościach poznawczych nie są już jednak tak znaczne i stopniowo zanikają z wiekiem. Z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych na rynku giełdowym ważne jest, że mężczyźni mają wyższą samoocenę, częściej też przypisują sukces swoim zdolnościom, a źródła niepowodzenia upatrują w czynnikach zewnętrznych [Hyde i in. 1990, s. 299-324]. Są to efekty powszechnie występujące wśród inwestorów giełdowych, prowadzące do występowania heurystyki nadmiernej pewności siebie i myślenia konfirmacyjnego [Zaleśkiewicz 2003, s. 52]. Efekt ten wzmacnia dodatkowo fakt, że mężczyźni są mniej podatni na perswazję i presję grupy. W sytuacji nacisku bronią swych publicznie wyrażanych opinii, traktują życie rywalizacyjnie, walcząc o zachowanie niezależności. Potrzeba mężczyzn do postrzegania siebie jako osób niezależnych, wyjątkowych i samowystarczalnych powoduje, że wśród mężczyzn częściej może występować złudzenie kontroli procesów, wzmacniane dodatkowo przez tzw. atrybuty kontroli, zwłaszcza samodzielność decyzji i przeświadczenie o własnej nieomyślności.

T.A. Hallahan, R.W. Faff i M.D. McKenzie powiązali dane psychometryczne dotyczące tolerancji ryzyka ponad 20 tys. osób z Australii z danymi demograficznymi, wskazując, że płeć, wiek, liczba członków rodziny na utrzymaniu, stan cy-

wilny, dochód i posiadany majątek to czynniki istotnie statystycznie powiązane z tolerancją ryzyka [Hallahan, Faff, McKenzie 2004, s. 66]. Wyniki w zakresie związku płci z tolerancją ryzyka potwierdzili także N. Nicholson i in. [2005, s. 169-171]. Badania pokazały, że mężczyźni podejmują większe ryzyko w zakresie zdrowia, rekreacji, finansów, bezpieczeństwa oraz ryzyka rozumianego całościowo. Z kolei kobiety wykazywały się wyższą skłonnością do działań ryzykownych w obszarze kariery i kwestii społecznych. Największe różnice w przyjętych miarach tolerancji ryzyka dotyczyły właśnie obszaru finansów.

Z punktu widzenia teorii emocji inwestowanie na rynku giełdowym można sprowadzić do działań, które mają na celu unikanie odczuwania żalu oraz dążenie do odczuwania dumy. Emocje te są końcowymi stanami podjętych wcześniej decyzji, związanymi z oceną efektów procesu inwestycyjnego. Zanim jednak dojdzie do zamknięcia otwartych pozycji, wahania kursów akcji wywołują u inwestorów przede wszystkim nadzieje i obawy, wraz ze zbliżaniem lub oddalaniem się wartości inwestycji od zakładanych celów. T. Zaleśkiewicz podaje, że 50% pytaných inwestorów nieposiadających żadnego doświadczenia inwestycyjnego wskazuje, że po zakupie akcji przeżywałoby silne napięcie w obawie przed stratą, a ponad 60% odczuwałoby potrzebę ciągłego kontrolowania sytuacji rynkowej. Z drugiej strony 70% ankietowanych przyznało, że inwestowanie w akcje kojarzy im się z nadzieją na duże zyski w przyszłości, a prawie 90% wskazało poczucie dumy z osiągniętych zysków jako jedno z najważniejszych odczuć doświadczanych w trakcie inwestowania na giełdzie [Zaleśkiewicz 2003, s. 142-143]. Różnice w percepcji emocji przez kobiety i mężczyzn mogą więc powodować przekroczenie wartości progowych emocji w innych momentach i w wyniku odmiennej oceny perspektyw dalszych zmian cen nadawać priorytet nieracjonalnemu zamykaniu pozycji.

Fakt, że skłonność do podejmowania ryzyka dla mężczyzn jest większa niż dla kobiet, ma także wymiar praktyczny w zarządzaniu finansami. Konsekwencją tego jest powstanie firmy ubezpieczeniowej świadczącej usługi wyłącznie dla kobiet i oferującej im standardowo o 40% niższą od przeciętnej na rynku składkę ubezpieczeń komunikacyjnych, tańsze ubezpieczenie nieruchomości i zwrot 25% kwoty zapłaconych składek po czterech latach bez wypłaty odszkodowań [*Men behaving...* 2005, s. 65].

S. Hanna prowadzi badania nad opracowaniem nowych miar ryzyka na potrzeby zarządzania portfelem aktywów. Jest to odpowiedź na wątpliwości analityków i doradców finansowych stwierdzających, że powszechnie stosowane metody oceny akceptacji ryzyka przez ich klientów są bardziej oparte na intuicji niż naukowych badaniach, a wiele pytań zadawanych inwestorom jest dla nich niezrozumiałych. Z prowadzonych badań wynika m.in., że skłonność do ryzyka spada bardzo szybko dopiero przy skróceniu horyzontu inwestycyjnego poniżej 10 lat; jest znacznie niższa w gospodarstwach domowych, gdzie dominującą rolę w zarządzaniu budżetem odgrywa kobieta (46% akceptuje wysokie ryzyko), niż w tych, gdzie dominu-

jącą rolę odgrywa mężczyzna (70%), ale rośnie wraz z wykształceniem, niezależnie od innych czynników [Sung, Hanna 1996, s. 14-16; Kahan 2005, s. 18].

Różnice między kobietami i mężczyznami mają bezpośrednie skutki w wynikach firm, którymi zarządzają. W okresie 1996-2000 przeprowadzono badania na 353 firmach z rankingu „Fortune 500”, które miały na celu wykazanie zależności między zróżnicowaniem kadry pod względem płci i wynikami firm („*The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*”). Badania pokazały, że firmy z górnego kwartyla pod względem udziału kobiet w kadrze menedżerskiej najwyższego szczebla mają wskaźniki ROE wyższe średnio o 35,1% i dają zwrot dla akcjonariuszy wyższy o 34% w stosunku do firm z dolnego kwartyla pod względem udziału kobiet [No Gender-Blind... 2004, s. 9].

D.M. Cordell zaproponował metodę pomiaru tolerancji ryzyka przez inwestorów (*RiskPACK*), opartą na ocenach ich skłonności do podejmowania ryzyka (*propensity*), percepcji ryzyka (*attitude*), możliwości podejmowania ryzyka (*capacity*) oraz wiedzy na jego temat (*knowledge*). Jako jedną z miar skłonności do podejmowania ryzyka Cordell proponuje przyjmować stosunek wartości aktywów ryzykownych w portfelu do wartości aktywów wolnych od ryzyka zmian dochodowości [Cordell 2001, s. 36-40].

Podobnie M.M. Pompian i J.M. Longo proponują doradcom inwestycyjnym uzależnienie proponowanej klientowi strategii inwestycyjnej od jego zamożności oraz typu błędów, jakie ujawniane są w przeprowadzanym z nim wywiadzie, oraz sugerują uzależnianie struktury i ryzyka portfela od płci inwestora oraz jego typu osobowości. Bazując na wynikach badań własnych wskazujących wyższą skłonność do ryzyka wśród mężczyzn niż kobiet, proponują kobietom portfele o mniejszej zawartości aktywów ryzykownych i przewadze instrumentów wolnych od ryzyka [Pompian, Longo 2005, s. 14].

3. Deklarowane struktury portfeli inwestycyjnych kobiet i mężczyzn

Mając na uwadze wyniki powyższych badań, można się zastanowić, czy różnice w percepcji ryzyka na rynku finansowym są cechą związaną z płcią i występują także w przypadku osób, które mają jedynie teoretyczne pojęcie o inwestowaniu na giełdzie. W tym celu przeprowadzono badania na 116-osobowej grupie osób (96 kobiet i 20 mężczyzn), które nie miały praktycznego doświadczenia w inwestowaniu na rynku kapitałowym. Osoby ankietowane zostały poproszone o określenie pewnego celu, na jaki chciałyby przeznaczyć inwestowany kapitał w przyszłości, oraz horyzontu inwestycyjnego (do 3 lat lub powyżej 3 lat). Ankietowani wskazywali także ważność postawionego celu, kwalifikując go jako cel priorytetowy, którego realizacja nie może zostać zagrożona, lub jako cel warunkowy, którego osiągnięcie może zostać odłożone, zrealizowane jedynie częściowo lub wcale niezrealizowane. Następnie każdy z ankietowanych określał, w jaki sposób dokonałby podziału inwestowanego kapitału pomiędzy akcje oraz instrumenty dłużne i lokaty bankowe, aby osiągnąć deklarowany cel. Wyniki badania zawiera tab. 1.

Tabela 1. Deklarowany udział akcji w portfelach kobiet i mężczyzn w badanej próbie

Portfele	Kobiety			Mężczyźni			<i>t</i>	<i>p</i>
	<i>N</i>	<i>u_{akc}</i>	<i>σ</i>	<i>N</i>	<i>u_{akc}</i>	<i>σ</i>		
Ogółem	96	48,50	14,77	20	65,35	17,40	3,96	0,0001
Dla celów priorytetowych	20	44,40	16,04	3	73,33	23,09	2,77	0,0114
Dla celów warunkowych	76	49,48	14,34	17	61,59	16,46	3,06	0,0029
Dla horyzontu do 3 lat	37	45,43	15,92	11	62,45	17,78	3,03	0,0040
Dla horyzontu ponad 3 lata	59	50,42	13,80	9	64,44	17,93	2,73	0,0082

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań.

Udział akcji w deklarowanych strukturach portfeli inwestycyjnych badanych kobiet jest istotnie mniejszy niż w przypadku portfeli tworzonych przez mężczyzn. Niezależnie od przyjętej ważności celu oraz horyzontu inwestycyjnego, w portfelach kobiet znalazłoby się niecałe 50% akcji, pozostała część portfela byłaby ulokowana w instrumentach dłużnych i lokatach bankowych. W przypadku portfeli mężczyzn średni udział akcji przekraczałby 65%, pozostałaby nieco ponad jedna trzecia dochodowości wolnej od ryzyka.

Wyniki testów pokazują, że niezależnie od przyjmowanego horyzontu inwestycyjnego oraz ważności celu, mężczyźni konstruują intuicyjnie portfele bardziej ryzykowne niż kobiety. Pamiętać należy, że osoby biorące udział w badaniu nie miały doświadczeń w inwestycjach giełdowych. Można przyjąć, że udziały obciążonych ryzykiem instrumentów w portfelu są odbiciem postrzegania informacji teoretycznych i zaistniałych potocznie na temat ryzyka inwestycji giełdowych oraz wynikiem oceny tego teoretycznego dla badanych ryzyka. Różnice w ocenie mogą wynikać z uwarunkowań osobowościowych, a nie różnic w wiedzy praktycznej i doświadczeniu inwestycyjnym.

Warto zauważyć, że w przypadku wszystkich badanych, niezależnie od płci, następuje zwiększenie udziału akcji w portfelu wraz z wydłużeniem okresu inwestycji. W przypadku portfeli kobiet udział ten zwiększa się także wraz ze zmniejszeniem ważności celu inwestycyjnego, co jest zgodne z zaleceniami teorii portfelowej. Z drugiej strony mężczyźni w większym stopniu doważają akcje w portfelach, które mają realizować cele ważniejsze. Można to tłumaczyć niewielką frakcją tych osób, jaka znalazła się w próbie, lub też występowaniem efektu nadmiernej pewności siebie. W drugim przypadku subiektywne postrzeganie własnych umiejętności wśród mężczyzn prowadzi do akceptacji większego ryzyka inwestycyjnego i często osiągania tego samego celu inwestycyjnego za pomocą działań bardziej ryzykownych niż w przypadku kobiet.

4. Podsumowanie

Przedstawione w artykule wyniki badań wskazują, że akceptacja ryzyka przez kobiety jest na ogół mniejsza niż w przypadku mężczyzn. Dotyczy to zwłaszcza wielu aspektów ryzyka finansowego i inwestycji giełdowych. Sytuacja taka prowadzi bezpośrednio do istotnych różnic w konstrukcji portfeli inwestycyjnych kobiet i

mężczyzn. Skutkiem większej akceptacji ryzyka przez mężczyzn może być fakt, że osiągają oni te same cele inwestycyjne co kobiety w mniej bezpieczny sposób, z większą zmiennością wartości portfela i przy dokonywaniu większej liczby transakcji. Z perspektywy usług finansowych związanych z komercyjnym zarządzaniem aktywami wynika, że jeśli struktura portfela jest konsekwencją możliwości osobowościowych co do akceptacji ryzyka, to konstruowanie strategii lokowania nadwyżek dla kobiet powinno uwzględniać niedoważanie instrumentów ryzykownych w porównaniu z identycznymi portfelami dla mężczyzn. Jeśli założymy, że sytuacja na rynku kapitałowym jest wynikiem interakcji inwestorów, to ich podejście do ryzyka będzie rzutować na ryzyko i zmienność całego rynku. Jeśli więc przyjmujemy, że rynek kapitałowy jest zdominowany przez inwestorów-mężczyzn, zarówno indywidualnych, jak i zarządzających w instytucjach, to generuje on dodatkowe czynniki ryzyka inwestycyjnego.

Literatura

- Čakrt M., *Kto jest kim. Typy osobowości dla menedżerów*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.
- Cordell D.M., *RiskPACK: How To Evaluate Risk Tolerance*, „Journal of Financial Planning”, vol. 14, June 2001.
- Hallahan T.A., Faff R.W., McKenzie M.D., *An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance*, „Financial Services Review” 2004 no 13.
- Kahan S., *How Much Risk Your Clients Can Really Tolerate?*, „Accounting Today”, April-May, 2005, s. 18.
- Hyde J.S. i in., *Gender Comparisons of Mathematics Attitudes and Affect. A Meta-analysis*, „Psychology of Women Quarterly” 1990 no 14.
- Men Behaving Riskily*, „Finance Week”, June 2005, s. 65.
- Nicholson N., Soane E., Fenton-O’Creevy M., Willman P., *Personality and Domain-specific Risk Taking*, „Journal of Risk Research” 2005 no 8.
- No Gender-Blind Bottom Line*, „Treasury and Risk Management”, March 2004.
- Pompian M.M., Longo J.M., *Incorporating Behavioral Finance into Your Practice*, „Journal of Financial Planning”, March 2005.
- Sung J., Hanna S., *Factors Related To Risk Tolerance*, „Financial Counseling and Planning” 1996, vol. 7, s. 14-16.
- Zaleśkiewicz T., *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do finansów behawioralnych*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.

GENDER AND RISK TOLERANCE IN STOCK MARKET INVESTMENTS

Summary

Discoveries of behavioural finance show that decisions investors make while investing at the stock market depend on their personality and gender. Many analyses show that male investors more often than females accept higher risk. The article also presents that the effect is still significant regardless of investment horizon and investment aim priority.