

## Wymiary percepcji ryzyka w inwestowaniu pieniędzy

Tomasz Zaleskiewicz\*

Zakład Psychologii Zarządzania, Politechnika Wroclawska, Wroclaw

### DIMENSIONS OF RISK PERCEPTION IN MONEY INVESTMENT

The paper attempts to characterize perceived financial investment risk using several dimensions developed during investigations made by Paul Slovic and his group in the field of ecological and health risk. The author proposes also some new scales which can be important for understanding perception of financial risk. Participants in the study were 130 students aged 21.1, on the average, ( $SD = 2.7$ ) who completed a survey instrument that elicited ratings for each of 9 investment possibilities on 13 characteristic scales. Factor analysis showed that there are three important dimensions of investment risk perception: 1) known risk, 2) certainty of profits and 3) reversibility of losses. The results also enabled the authors to draw a conclusion that Ss categorized every investment possibility into three groups: 1) stable investment possibilities, 2) investing in a stock market (most risky), 3) saving money (most safe).

### WPROWADZENIE

Dokonując oceny różnego rodzaju działań ekonomicznych, ludzie posługują się wieloma wymiarami i kategoriami. Są to zarówno wymiary o charakterze „ekonomicznie racjonalnym”, np. wielkość kosztów i zysków, poziom ryzyka, jak i wymiary o znaczeniu „społecznym”, np. moralność, czy sprawiedliwość (Tyszka, w przygotowaniu). Badania i wywiady dowodzą, iż powyższe kategorie nie są rozumiane jednoznacznie i także w ich zakresie decydenci dokonują licznych przekształceń. Głównym celem tej pracy jest pokazanie, w jaki sposób ludzie spostrzegają ryzykowność działań ekonomicznych, związanych z inwestowaniem pieniędzy.

Ryzyko jest terminem, który nie został w psychologii ostatecznie i jednorodnie zdefiniowany (por. Yates, 1992). Nie ma także spójności poglądów co do

togo, w jaki sposób decydent, stojący w obliczu niepewności, dokonuje oceny, bądź oszacowania wielkości ryzyka. Badacze nie są ponadto zgodni co do znaczenia wpływu zmiennych środowiskowych i osobowościowych na procesy jego percepcji. Wydaje się, iż w świetle przeprowadzonych dotychczas analiz słuszne jest założenie, iż determinanty ryzyka stanowią wypadkową obydwu grup zmiennych.

Także w polskim piśmiennictwie podejmowano próby usystematyzowania psychologicznych koncepcji ryzyka (por. np. Goszczyńska, Tyszka, 1986; Koziński, 1977; Sokołowska, 1984; Tyszka, 1986). Jednorodnej taksonomii definicyjnej dokonali holenderscy badacze Vlek i Stallen (1980). Według nich, ryzyko może być określane jako: 1) wielkość straty, 2) prawdopodobieństwo straty, 3) kombinacja wielkości i prawdopodobieństwa straty, 4) wariancja prawdopodobieństwa rozkładu możliwych konsekwencji, 5) ważona, liniowa kombinacja wariancji i wartości oczekiwanej rozkładu możliwych konsekwencji.

Przedstawione powyżej statystyczne metody szacowania wielkości ryzyka, stawiają przed decyden-

\* Korespondencję na temat artykułu można kierować pod adresem: Tomasz Zaleskiewicz, Zakład Psychologii Zarządzania, Politechnika Wroclawska, ul. Smoluchowskiego 25, 50-372 Wroclaw; e-mail: Zaleskiewicz@iozi23n.ioz.pwr.wroc.pl

tem poważne wymagania, związane ze sprawnością przetwarzania danych ilościowych. Zakłada się również, iż człowiek potrafi dokonywać ocen w sensie probabilistycznym. Także podstawowy model wyboru w sytuacji ryzykownej, a mianowicie model Subiektywnie Oczekiwanej Użyteczności (SEU), opiera się na podstawach matematycznych, a ponadto zakłada się w nim, iż ludzie oceniając ryzyko, wykorzystują informacje o wielkościach i prawdopodobieństwach strat w sposób multiplikatywny, co nie zawsze jest prawdą (por. Shelley, 1994). Model SEU jest często krytykowany, gdyż jak sądzą niektórzy badacze, model ten nie odzwierciedla rzeczywistych procesów, jakie zachodzą w umyśle człowieka, gdy musi on podejmować działanie w sytuacji niepewności (por. Frisch, Clemen, 1994; Kuhberger, 1994).

Całkowicie nowe perspektywy badań, dotyczących sposobu kalkulacji ryzyka, otworzyły się w momencie dokonania przez grupę Paula Slovic'a odkrycia, iż procesy percepcji sytuacji ryzykownych opierają się na kilku jakościowych, subiektywnie tworzonych kryteriach. Są to takie kryteria jak wiedza, obeznanie z niebezpieczeństwem, kontrolowalność, dobrovolność, rozkład konsekwencji w czasie, poczucie lęku, czy katastroficznosc skutków (por. np. Slovic, Fischhoff, Lichtenstein, 1984; Slovic, 1987; 1993). W wyniku przeprowadzonych badań empirycznych ustalono, iż powyższe wymiary można sprowadzić do trzech podstawowych, którymi są: (1) ryzyko nieznanne, (2) ryzyko wzbudzające lęk, (3) poziom narażenia na ryzyko. Wykrycie tych czynników pozwoliło na opracowanie zupełnie nowego spojrzenia na procesy komunikacji z obywatelami w zakresie ich postaw względem różnych niebezpieczeństw (Fischhoff, 1995; Slovic, 1986). Okazało się także, iż znaczenie kryteriów jakościowych w procesach kalkulacji ryzyka jest niezmiennie kulturowo (por. McDaniels, Gregory, 1991).

W najnowszych badaniach Slovic'a i jego współpracowników, dotyczących percepcji ryzyka, które wynika z różnego rodzaju zagrożeń ekologicznych, wprowadzono wiele nowych skal (por. McDaniels, Axelrod, Slovic, 1995). Uwzględniono między innymi duże znaczenie odwracalności negatywnych konsekwencji, a zatem wymiaru, na którego ważność zwracał już wcześniej uwagę w referowanych przez siebie badaniach Nosal (1994). Wprowadzenie większej ilości skal pozwoliło na wyodrębnienie pięciu istotnych czynników, które wyjaśniają łącznie 91% zmienności całkowitej.

Badania prowadzone przez Slovic'a i jego grupę dotyczyły zagrożeń o charakterze naturalnym, czy inaczej mówiąc ekologicznym. Koncentrowano się przede wszystkim na zagadnieniach związanych ze

sprzeciwem społeczeństwa wobec nowoczesnych technologii, takich jak np. energia atomowa, czy inżynieria genetyczna. Wydaje się słuszne, iż w przypadku oceny tego rodzaju zagrożeń dużego znaczenia nabierają czynniki jakościowe, konstruowane w sposób intuicyjny. Gdy jednak rozpatruje się ryzyko związane z różnymi działaniami ekonomicznymi, podstawowego znaczenia powinny nabierać dane statystyczne o charakterze ilościowym. Wyniki badań empirycznych zaprzeczają, przynajmniej częściowo, temu założeniu.

Wybitny teoretyk organizacji – James March – przeprowadził z menedżerami wiele wywiadów, z których wynika, iż nie tylko uważają oni za bezsensowne próby przedstawiania ryzyka finansowego w formie pojedynczych liczb, ale nie są w ogóle zainteresowani ich otrzymywaniem (March, Shapira, 1987; Shapira, 1994). Tylko 11% badanych menedżerów dokonało urangowania ryzykowności różnych form inwestowania kapitału wg kryterium wartości oczekiwanej. Wyniki te wskazują na to, że także w przypadku działań finansowych, oceny ryzyka mogą być dokonywane w sposób jakościowy i intuicyjny. Przypuszczenia te potwierdzają wyniki dotychczasowych badań, w których wykryto, iż w procesie oceny tego rodzaju ryzyka, duże znaczenie mają kryteria jakościowe (por. Holtgrave, Weber, 1993; Gasparski, 1992). Badania te pokazały między innymi istotny wpływ subiektywnego poczucia kontroli. Omawiane poniżej wyniki badań, pozwalają szerzej odpowiedzieć na pytanie, jaka jest struktura kryteriów oceny ryzyka finansowego, związanego z inwestowaniem pieniędzy.

## METODA BADAŃ

W przeprowadzonych wiosną 1995 roku badaniach, wzięło udział 130 osób w średnim wieku 21,11 lat (odchylenie standardowe: 2,66 lat). Wszyscy badani rozwiązywali „Kwestionariusz wymiarów ryzyka do oceny form inwestowania kapitału”. Składał się on z 13 dwubiegunowych, 7° skal. Sześć, spośród wszystkich skal, zostało zaczerpniętych z badań nad percepcją ryzyka niebezpieczeństw ekologicznych (por. Slovic, Fischhoff, Lichtenstein, 1980; Nosal, 1994). Skale te to:

- 1) obycie – nowość,
- 2) wiedza – niewiedza,
- 3) wpływ – brak wpływu,
- 4) straty odległe w czasie – straty natychmiastowe,
- 5) brak poczucia lęku – poczucie lęku,
- 6) odwracalność – nieodwracalność strat.

Pozostałe siedem skal jest w specyficzny sposób związane z oceną ryzyka finansowego. Są to:

- 7) jasność – niejasność informacji,
- 8) dostępność – niedostępność informacji,
- 9) pewność – niepewność zysku,
- 10) spodziewany zysk mały – spodziewany zysk wielki,
- 11) straty sygnalizowane – straty niesygnalizowane,
- 12) zaufanie – brak zaufania do publikowanych informacji,
- 13) samodzielność – niesamodzielność decydowania

Skale dotyczące jasności i dostępności informacji zostały wprowadzone w przekonaniu, iż ocena ryzykowności określonej formy inwestycyjnej zależy od tego, czy informacje na jej temat są zrozumiałe, przejrzyste i łatwo dostępne, czy też skomplikowane i trudne do uzyskania. Informacje na temat kształtowania się kursów papierów wartościowych, takie jak mapy ryzyka, czy analizy techniczne (por. Plummer, 1995), nie są zrozumiałe dla „przeciętnego” człowieka, co prawdopodobnie wpływa na spostrzeganie tych form, jako bardziej ryzykownych. Nie wszystkie informacje są dostępne w każdej chwili, gdyż tylko ich część jest publikowana w prasie codziennej. Poczucie niedostępności informacji jest często złudne, może ono jednak prowadzić nawet do wytwarzania się w umysłach inwestorów przekonań, iż niektóre dane są ukrywane, gdyż mogłyby wpływać na spadek wiarygodności firmy, która emituje akcje, czy np. nowego banku. Tego rodzaju przesądzenia bardzo istotnie wpływają na oceny ryzykowności inwestycji.

Skala dotycząca poczucia pewności zysku jest prawdopodobnie jedną z najważniejszych dla globalnej oceny ryzyka. Formy lokowania kapitału, które już w momencie zawierania transakcji gwarantują osiągnięcie zysku (np. obligacje Skarbu Państwa, lub lokata w dużym, stabilnym banku) są spostrzegane jako zdecydowanie bezpieczniejsze niż te, które oferują zysk tylko z pewnym prawdopodobieństwem. Dodatkowym czynnikiem podwyższającym subiektywne poczucie ryzyka jest spostrzeganie, iż o konsekwencjach decydują w znacznym stopniu mechanizmy losowości, jak jest to np. w przypadku ruletki, lub innych gier hazardowych. Poczucie pewności zysku ma tak duże znaczenie ze względu na to, iż pomnożenie kapitału jest głównym motywem angażowania się w działalność inwestycyjną.

Poczucie pewności zysku wspierane jest przez spostrzeganie możliwości wcześniejszego przewidywania strat, zanim one rzeczywiście wystąpią. Poinformowanie o stratach rozumiane jest tutaj jako

ich przewidywanie na podstawie gromadzonych informacji i wskaźników. W przypadku form rynku kapitałowego wskaźnikami takimi mogą być indeksy giełdowe, lub trendy kursów. Przewidywanie przyszłej kondycji finansowej firm i banków opiera się na fundamentalnych analizach finansowych.

Odczuwana przez osobę lokującą pieniądze pewność zysku, wiąże się często z jego wielkością. Możliwość osiągnięcia bardzo wysokich korzyści finansowych w krótkim czasie, ma zazwyczaj paraliżujący wpływ na inwestorów, którzy sytuację taką uważać mogą nawet za nierealną. Ponadto uruchamiają one prawdopodobnie mechanizm wytwarzania się różnego rodzaju podejrzeń. Formy inwestowania pieniędzy, które oferują niewielki i osiągnięty stopniowo zysk, są przypuszczalnie spostrzegane jako dużo bezpieczniejsze.

Ostatnia ze skal dotyczy poczucia samodzielności decydowania. Niesamodzielność jest tu rozumiana jako konieczność przekazania swoich pieniędzy pośrednikowi (maklerowi, lub brokerowi), który nimi obraca. Ważnym czynnikiem pośredniczącym będzie w tej sytuacji zaufanie inwestora do tego pośrednika. Duże znaczenie samodzielności decydowania o losach własnych pieniędzy potwierdza się w znanej powszechnie sytuacji przechowywania ich w przysłowiowej skarpetce.

Przedstawione powyżej skale wykorzystane zostały do oceny wybranych form inwestycyjnych. Osoby badane miały dziewięć możliwości lokowania pieniędzy, którymi były: a) akcje, b) lokata bankowa, c) nieruchomości, d) polisa ubezpieczeniowa, e) fundusz powierniczy, f) metale szlachetne, g) obligacje, h) waluta obca, i) własna firma.

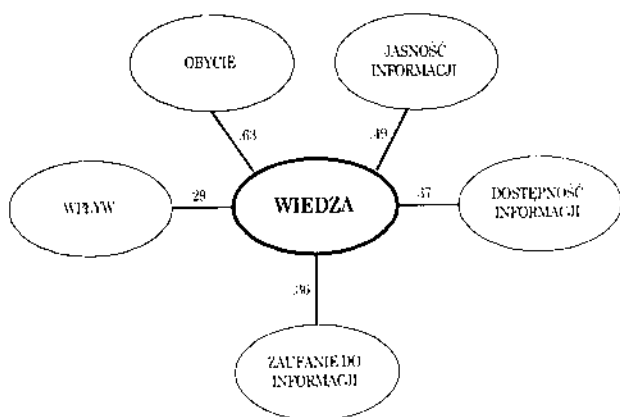
Ocenie podlegały zatem zarówno formy inwestowania, które są stosunkowo dobrze znane i popularne, jak np. lokata bankowa, czy waluty obce oraz formy nowe i w przeważającej mierze słabo znane, takie jak akcje, fundusz powierniczy, prowadzenie własnej firmy.

Przed przystąpieniem do wyciągania kwestionariusza, wszyscy badani zapoznawali się ze słownikiem, w którym scharakteryzowane zostały powyższe formy lokowania kapitału. Słownik został przygotowany w celu uniknięcia niejednoznaczności zrozumienia istoty potencjalnych zysków i strat, jakie wiążą się z różnymi sposobami inwestowania pieniędzy.

## WYNIKI BADAŃ

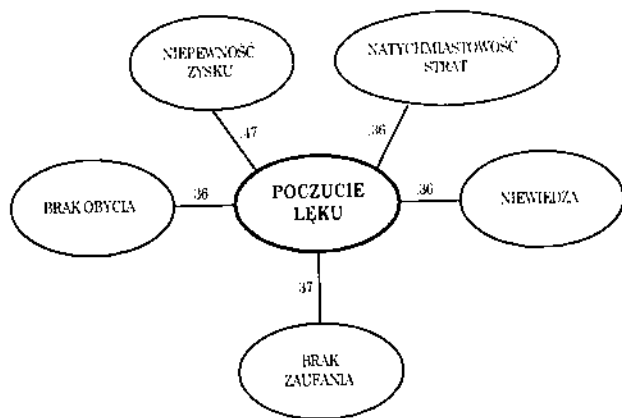
Analiza statystyczna wyników przeprowadzona została w dwojaki sposób. Po pierwsze zebrano oceny wszystkich form inwestowania łącznie, dla poszcze-

gólnych kryteriów. Następnie identyczna analiza została przeprowadzona dla kolejnych form, przy uwzględnieniu wszystkich kryteriów oceny ryzyka. Pierwszy z wymienionych sposobów interpretowania danych, pozwala na wykrycie struktury wymiarów ryzyka w procesie inwestowania kapitału. Drugi prowadzi do przedstawienia, w jaki sposób osoby badane klasyfikują (grupują) różne formy lokowania kapitału, ze względu na spostrzegany poziom ich ryzykowności.



Rys. 1. Korelacje zachodzące między głównymi, poznawczymi wymiarami oceny ryzyka finansowego ( $n = 130$  osób)

Dokonane przez badanych oceny poddano analizie korelacyjnej, która pozwala na znalezienie zależności pomiędzy poszczególnymi kryteriami oceny ryzyka. Zbiór istotnych korelacji można podzielić na dwie grupy główne. Pierwsza z tych grup dotyczy wymiarów o charakterze poznawczym (por. rysunek 1), natomiast w grupie drugiej odzwierciedlone zostały zależności występujące pomiędzy wymiarami o charakterze emocjonalnym (por. rysunek 2).



Rys. 2. Korelacje zachodzące między głównymi, emocjonalnymi wymiarami oceny ryzyka finansowego ( $n = 130$  osób)

Korelacje ukazują rzeczywistą sieć zależności między wymiarami wpływającymi na ostateczny, odczuwany przez inwestora poziom ryzyka, jednakże dopiero analiza czynnikowa pozwala zredukować macierz rozproszonych związków do kilku najważniejszych wektorów. Rezultaty analizy czynnikowej przedstawione zostały w tabeli 1.

Tab. 1  
Rezultaty analizy czynnikowej, po rotacji Varimax, wymiarów percepcji ryzyka inwestycyjnego dla ocen form inwestowania kapitału ( $n = 130$  osób)

Wymiary ryzyka	Ładunki czynnikowe		
	Czynnik pierwszy	Czynnik drugi	Czynnik trzeci
OBYCIE	0.68		
WIEDZA	0.77		
WPLYW			0.69
ODWRACALNOŚĆ			0.56
JASNOŚĆ INFORMACJI	0.73		
PEWNOŚĆ ZYSKU		0.68	
WIELKOŚĆ ZYSKU		0.57	
SAMODZIELNOŚĆ DECYZJI			0.7
DOSTĘPNOŚĆ INFORMACJI	0.68		
SYGNALIZACJA STRAT		0.46	0.53
ZAUFANIE	0.52		
ODLEGŁOŚĆ STRAT W CZASIE		0.74	
POCZUCIE LĘKU	0.44	0.63	
Wartość własna	3.784	1.592	1.244
% Wariancji wyjaśnionej	29.1	12.2	9.6
% Skumulowany	29.1	41.4	50.9

Wyodrębnione zostały trzy istotne czynniki, których wartość własna jest większa niż 1. Pierwszy z trzech czynników obejmuje takie wymiary ryzyka, jak: wiedza, obycie z formami inwestycji, jasność i dostępność informacji oraz zaufanie. Został on zdefiniowany jako ryzyko znane.

Czynnik drugi jest nasycony niskim poczuciem lęku w sytuacji, gdy zysk jest pewny i niewielki, a ewentualne straty oddalone w czasie oraz możliwe do wcześniejszego przewidzenia. Czynnik ten można określić jako pewność zysku.

Trzeci z wyodrębnionych czynników tworzą wymiary wpływu, odwracalności, samodzielności decy-

dowania i sygnalizacji strat. Został on nazwany jako możliwość wycofania się z inwestycji.

Wszystkie trzy czynniki wyjaśniają 50.9% zmienności całkowitej.

Analiza drugiego rodzaju została przeprowadzona dla ocen poszczególnych form inwestowania kapitału z uwzględnieniem wszystkich wymiarów ryzyka łącznie. Rezultaty analizy czynnikowej zilustrowane są w tabeli 2.

Tab. 2  
Rezultaty analizy czynnikowej, po rotacji Varimax, dla ocen dziewięciu form inwestowania kapitału (n = 130 osób)

Formy inwestowania kapitału	Ładunki czynnikowe		
	Czynnik pierwszy	Czynnik drugi	Czynnik trzeci
AKCJE	0.4	0.69	
LOKATA BANKOWA			0.78
NIERUCHOMOŚCI	0.63		0.31
POLISA UBEZPIECZENIOWA			0.79
FUNDUSZ POWIERNICZY		0.75	
METALE SZLACHETNE	0.77		
OBLIGACJE		0.66	0.38
WALUTA OBCA	0.75		
WLASNA FIRMA	0.58		
Wartość własna	2.457	1.746	1.232
% Wariancji wyjaśnionej	27.3	19.4	13.7
% Skumulowany	27.3	46.7	60.4

Wykryto trzy istotne czynniki o wartości własnej większej niż 1. Wyjaśniają one łącznie 60.4% zmienności całkowitej.

Na czynnik pierwszy składają się takie formy inwestowania kapitału, jak metale szlachetne, waluta obca, nieruchomości, własna firma, a także z mniejszym ładunkiem akcje. Czynnik ten określić można jako formy inwestowania o charakterze stabilnym.

Czynnik drugi został nazwany jako formy inwestowania na rynku kapitałowym, gdyż składa się on z takich form inwestowania jak akcje, fundusz powierniczy i obligacje.

Ostatni z wyodrębnionych czynników nasycony jest głównie takimi formami, jak lokata bankowa i polisa ubezpieczeniowa. Odzwierciedla on wyraźnie specyfikę form inwestowania o charakterze oszczędnościowym.

Zarówno analiza struktury wymiarów ryzyka, jak i form inwestowania nie daje odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób oceny kształtują się dla dziewięciu rozpatrywanych możliwości inwestowania. Przeprowadzono zatem dodatkową analizę wartości średnich ocen dla poszczególnych form lokowania pieniędzy.

Tab. 3  
Średnie oceny ryzyka (1-bezpieczne, 7-ryzykowne) grup form inwestycyjnych, uzyskanych w wyniku przeprowadzenia analizy czynnikowej (n = 130 osób)

CZYNNIK	FORMY INWESTOWANIA	ŚREDNIA OCENA RYZYKA
Formy inwestowania o charakterze stabilnym	Metale szlachetne Waluta obca Nieruchomości Własna firma Akcje	3.13
Formy inwestowania na rynku kapitałowym	Fundusz powierniczy Akcje Obligacje	3.86
Formy inwestowania o charakterze oszczędnościowym	Polisa ubezpieczeniowa Lokata bankowa Obligacje Nieruchomości	3.06

Kwestionariusz wymiarów ryzyka, za pomocą którego osoby badane oceniały przedstawione im formy inwestycyjne, został skonstruowany w taki sposób, iż bieguny skal znajdujące się po lewej stronie wpływają na obniżenie subiektywnie spostrzeganego ryzyka (wartość oceny wynosi 1). Odwrotna zależność dotyczy biegunów skal po stronie prawej (wartość oceny wynosi 7). Im niższa jest zatem średnia ocena dla danej formy lokowania kapitału, tym niższy jest także subiektywnie spostrzegany poziom jej ryzykowności. Odpowiednie wartości średnie dla trzech wyodrębnionych grup form inwestycyjnych, przedstawione zostały w tabeli 3.

## DYSKUSJA WYNIKÓW I WNIOSKI

Głównym celem przeprowadzenia powyższych badań było znalezienie odpowiedzi na dwa podstawowe pytania badawcze. Dotyczyły one tego, jaka jest struktura jakościowych, tworzonych intuicyjnie, wymiarów oceny finansowego ryzyka inwestycji oraz w jakim stopniu odpowiada ona strukturze kryteriów oceny ryzyka zagrożeń ekologicznych.

Analiza korelacyjna, która określa jedynie wstępną strukturę zależności jakie zachodzą między poszczególnymi wymiarami, pozwala na wyciągnięcie kilku wstępnych wniosków. Już na tym etapie

zaznacza się centralne znaczenie wiedzy i poczucia lęku, jako ważnych kryteriów oceny ryzyka inwestycyjnego. Poczucie lęku okazało się także jednym z ważniejszych wymiarów w procesie oceny ryzyka finansowego w badaniach Holtgrave'a i Weber (1993).

Liczne i wysokie korelacje, jakie zachodzą między skalami, pozwalają przypuszczać o istnieniu bardziej podstawowych kryteriów oceny ryzyka finansowego. Analiza czynnikowa, której wyniki przedstawiono w tabeli 1, pozwoliła na wykrycie trzech czynników. Pierwszy z ich – ryzyko znane – obejmuje zmienne, charakteryzujące poznawcze aspekty zachowania. Z rozkładu ładunków czynnikowych wynika, iż w sytuacji gdy istota ryzyka, z jakim inwestor ma do czynienia, jest znana, to wzrasta jego zaufanie, a obniżeniu ulega poziom lęku. Czynniki ten wskazuje na bardzo duże znaczenie wiedzy, jaką dysponuje decydent, w procesie oceny ryzykowności różnych lokat kapitału. Poziom tej wiedzy uzależniony jest w znacznym stopniu od tego, w jakim stopniu informacje na temat poszczególnych form inwestycyjnych są jasne i łatwo dostępne. Mała przejrzystość prospektów informacyjnych może wpływać na spadek zaufania inwestora oraz spowodować, iż spostrzegany przez niego poziom ryzyka będzie znacznie wzrastać.

Drugi z wyodrębnionych czynników – pewność zysku – obejmuje zmienne, które odpowiadają emocjonalnym aspektom zachowania człowieka. W sytuacji, gdy inwestor spostrzega możliwy do osiągnięcia zysk jako stosunkowo pewny, a ewentualne straty, jako oddalone w czasie i możliwe do wcześniejszego przewidzenia, nie odczuwa on także lęku przed ulokowaniem swojego kapitału w formę inwestycji, odpowiadającą powyższemu warunkom. Potwierdziło się także przypuszczenie, iż perspektywa bardzo dużego zysku podnosi poczucie wysokiego ryzyka określonej formy inwestycyjnej.

Trzeci czynnik odzwierciedla poczucie podmiotu, dotyczące możliwości wycofania się z rozpoczętej inwestycji w sytuacji zagrożenia zysku. Potwierdza to duże znaczenie odwracalności w procesie oceny ryzyka, pomimo tego, iż została ona pominięta w klasycznych badaniach Slovic. Warto zwrócić uwagę na silny związek odwracalności negatywnych konsekwencji z wytwarzaniem się poczucia kontroli sytuacji, reprezentowanej przez skalę wpływu i samodzielność decyzji.

Dwa pierwsze, z omówionych tu czynników, pokrywają się w znacznym stopniu z czynnikami, wykrytymi w badaniach nad percepcją ryzyka zagrożeń ekologicznych, które także odzwierciedlały jego

poznawczy i emocjonalny charakter. Wskazuje to wyraźnie na uniwersalność zjawiska, jakim jest ocena ryzykowności, bez względu na charakter sytuacji, w obliczu której znalazł się decydent.

Inwestorzy, podejmujący różnego rodzaju decyzje finansowe, nigdy nie zajmują pozycji biernych, ale dokonują licznych kategoryzacji i przekształceń w zbiorze możliwych wariantów. Jednym z kierunków takiej kategoryzacji jest tworzenie grup form inwestycyjnych o zbliżonym poziomie ryzyka. Konsekwencją takiego postępowania jest zajmowanie asekuranckich, bądź ryzykownych pozycji wobec konkretnych możliwości lokowania pieniędzy. Wykryte w referowanych badaniach grupy form inwestycyjnych różnią się pod względem zyskowności, ale i poziomu ryzyka. Formy o charakterze stabilnym dają regularny, choć niewielki zysk. Zupełnie inny charakter mają formy inwestycyjne rynku kapitałowego, których zysk uzależniony jest od kształtowania się kursów giełdowych, na które pojedynczy gracz nie ma bezpośredniego wpływu. Obecność obligacji zarówno w grupie lokat kapitałowych, jak i oszczędnościowych wskazuje na dwojakie ich spostrzeganie. Mogą być one zarówno przedmiotem giełdowej spekulacji, jak i stabilnym sposobem oszczędzania o określonym z góry zysku. Akcje spostrzegane są zarówno jako lokata kapitałowa, jak i lokata o charakterze stabilnym. Wydaje się, iż odzwierciedla to dobrze naturę akcji, jako formy inwestowania pieniędzy. Gdy inwestycja ma charakter krótkoterminowy (spekulacyjny) jest ona bardzo ryzykowna, jednakże długoterminowe lokaty w akcjach, powodują, iż stają się one formą dużo bardziej stabilną i bezpieczniejszą.

Wymienione grupy różnią się także poziomem ryzyka (por. tab. 3). Jako najbezpieczniejsze, spostrzegane są przez inwestorów formy o charakterze oszczędnościowym, a jako najbardziej ryzykowne formy rynku kapitałowego. Jest to struktura zgodna z wynikami, jakie we wcześniejszych badaniach uzyskał Gasparski (1992). Oznacza to, iż dość ostre oceny ryzyka papierów wartościowych, dokonywane przez decydentów, nie uległy w tym okresie czasu zmianie.

Analiza wartości średnich ocen ryzykowności, jakie poszczególne formy inwestowania uzyskiwały na różnych kryteriach, pozwala zidentyfikować przesłanki, jakimi kierowali się decydenci, dokonując takich właśnie ocen. Akcje i fundusz powierniczy spostrzegane są jako formy o bardzo niepewnym zysku oraz niesygnalizowanych i natychmiastowych stratach. Inwestowanie w nie wiąże się z silnym poczuciem lęku. Fundusz powierniczy uzyskiwał po-

nadto najbardziej niekorzystne wyniki na wymiarach o charakterze poznawczym, co wskazuje, iż jest on najmniej znanym i rozumianym sposobem lokowania kapitału.

Odwrotne zależności dotyczą oszczędnościowych form inwestycyjnych, tworzących jednocześnie najbezpieczniejszą grupę. Lokata bankowa okazała się formą, która uzyskała najkorzystniejsze oceny zarówno dla wymiarów poznawczych, jak i emocjonalnych. Wynika to głównie z dużego obeznania inwestorów ze sposobem lokowania pieniędzy, jakim jest składanie ich w banku.

Przeprowadzone badania pokazały, iż ryzyko jest zjawiskiem, które charakteryzuje się dużą uniwersalnością. Bez względu na to, czy decydent dokonuje oceny zagrożeń, mogących mieć związek z jego życiem lub zdrowiem, czy też ocen ryzykowności działań finansowych, koryzysta on w tym celu z jednakowych kryteriów. Główne kierunki oceny dotyczą wymiarów poznawczych, reprezentowanych przede wszystkim przez posiadaną wiedzę oraz wymiarów emocjonalnych, związanych z poczuciem lęku. Istotne znaczenie ma także możliwość odwrócenia niekorzystnych dla podmiotu skutków, co w przypadku inwestycji kapitału oznacza odzyskanie straconych pieniędzy.

Inwestorzy klasyfikują różne formy lokowania kapitału w grupy o podobnym poziomie ryzyka finansowego. Wskazuje to z jednej strony na spójność dokonywania ocen, z drugiej natomiast na to, iż tworzone są one w rozumieniu teorii ekonomicznych „nieracjonalnie”. Oceny te nie opierają się bowiem na kryteriach ilościowych, ale jakościowych. Z psychologicznego punktu widzenia jest to jednak zachowanie zrozumiałe, choć niestety niedoceniane przez doradców inwestycyjnych i menedżerów finansowych.

Potwierdziła się także, wykazywana przez innych badaczy (por. np. Kahneman, Tversky, 1979; Tyszka, w przygotowaniu), zależność, iż w procesie szacowania wielkości ryzyka, duże znaczenie ma zmienna, jaką jest rozkład wyników w czasie. Dla osoby lokującej pieniądze nie jest bez znaczenia, czy ewentualne straty wystąpią po dłuższym okresie czasu, czy też będą nagłe i natychmiastowe.

Warto wspomnieć także, iż analiza badań wykazała duże znaczenie zaufania inwestora to publikowanych informacji. Okazuje się, iż ludzie większym zaufaniem obdarzają takie formy lokowania pieniędzy, jak banki, czy własna firma, a mniejszym akcje i fundusz powierniczy. Oznacza to po pierwsze, iż rynek kapitałowy jest w Polsce jeszcze słabo rozwinięty i niestabilny, a po drugie, iż zapomina

się o tym, że inwestorzy ulegają także licznym złudzeniom i ograniczeniom poznawczym.

## LITERATURA

- Fischhoff, B. (1995). Risk Perception and Communication Unplugged: Twenty Years of Process. *Risk Analysis*, 15(2), 137-145.
- Frisch, D., Clemen, R. (1994). Beyond Expected Utility: Rethinking Behavioral Decision Research. *Psychological Bulletin*, 116(1), 46-54.
- Gasparski, P. (1992). Percepcja ryzyka związanego z decyzjami finansowymi. *Przegląd Psychologiczny*, 4, 523-536.
- Goszczyńska, M., Tyszka, T. (1986). Jak spostrzegamy zagrożenia?. *Przegląd Psychologiczny*, 1, 39-63.
- Holtgrave, D., Weber, E. (1993). Dimensions of Risk Perception for Financial and Health Risks. *Risk Analysis*, 13(5), 553-558.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47, 263-291.
- Kozielecki, J. (1977). *Psychologiczna teoria decyzji*. Warszawa: PWN.
- Kuhberger, A. (1994). Risiko und Unsicherheit: Zum Nutzen des Subjective Expected Utility-Modells. *Psychologische Rundschau*, 45, 3-23.
- March, J., Shapira, Z. (1987). Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, 33, 1404-1418.
- McDaniels, T., Gregory, R. (1991). A Framework for Structuring Cross-Cultural Research in Risk and Decision Making. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 22(1), 103-128.
- McDaniels, T., Axelrod, L., Slovic, P. (1995). Characterizing Perception of Ecological Risk. *Risk Analysis*, 15(5), 575-588.
- Nosal, C. S. (1994). Szerszy pogląd na psychologiczne determinanty ryzyka: rola zmiennych poznawczych i cech temperamentu. *Ergonomia*, 2, 251-264.
- Plummer, T. (1995). *Psychologia rynków finansowych*. Warszawa: WIG Press.
- Shapira, Z. (1994). *Risk Taking: A Managerial Perspective*. New York: Russell Sage Foundation.
- Shelley, M. (1994). Individual Differences in Lottery Evaluation Models. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 60, 206-230.
- Slovic, P. (1986). Informing and Educating the Public About Risk. *Risk Analysis*, 6.
- Slovic, P. (1987). Perception of Risk. *Science*, 236, 280-285.
- Slovic, P. (1993). Perceptions of Environmental Hazards: Psychological Perspectives, [w:] Garling, T., Gollidge, R. (Eds.), *Behavior and Environment: Psychological and Geographical Approaches*. Elsevier Science Publishers.
- Slovic, P., Fischhoff, B., Lichtenstein, S. (1980). Facts and fears: Understanding perceived risk, [w:] Schwing, R. C., Albers Jr. W. A. (Eds.), *Societal Risk Assessment: How safe is safe enough?* New York: Plenum Press.
- Slovic, P., Fischhoff, B., Lichtenstein, S. (1984). Behavioral Decision Theory Perspectives on Risk and Safety. *Acta Psychologica*, 56, 183-203.
- Sokolowska, J. (1984). Rozumienie ryzyka w psychologii. *Przegląd Psychologiczny*, 3, 673-691.
- Tyszka, T. (1986). *Analiza decyzyjna i psychologia decyzji*. Warszawa: PWN.
- Tyszka, T. (w przygotowaniu). *Psychologia i Ekonomia*. Warszawa: PWN.
- Vlek, C. A. J., Stallen, P. J. M. (1980). Rational and personal aspects of risk. *Acta Psychologica*, 45, 273-300.
- Yates, F. (Ed.) (1992). *Risk-Taking Behavior*. Chichester: Wiley.

