

Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie

Anna Motylska-Kuźma, Joanna Wieprow*

Streszczenie: *Cel* – Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja obszarów nieracjonalności w decyzjach finansowych w przedsiębiorstwie, ze szczególnym uwzględnieniem relacji pomiędzy decydentami. Celem pośrednim jest wykazanie luk w badaniach polskich w powyższym obszarze.

Metodologia badania – Artykuł oparto na analizie literatury i wyników dostępnych badań w zakresie behawioralnych finansów przedsiębiorstw.

Wynik – Analiza ukazuje obszary nieracjonalności w decyzjach finansowych w przedsiębiorstwie, zarówno z punktu widzenia jednostki, jak i całej organizacji oraz lukę poznawczą w badaniach polskich.

Oryginalność/wartość – Wyniki rozważań należy traktować jako wyznaczenie kierunku dalszych badań w obszarze finansów przedsiębiorstw i uwzględnienie w nich aspektów behawioralnych.

Słowa kluczowe: racjonalność decyzji, decyzje finansowe w przedsiębiorstwie, psychologia ekonomiczna, finanse behawioralne

Wprowadzenie

Po wybuchu kryzysu gospodarczego w roku 2007, teoretycy i praktycy ekonomii zaczęli zwracać coraz większą uwagę na aspekty psychologiczne. To właśnie one stały się źródłem wyjaśnienia wielu zdarzeń i irracjonalności podjętych decyzji przez uczestników rynków finansowych. Stanowiło to podstawę do kontynuacji wcześniejszych badań w zakresie finansów behawioralnych (*behavioral finance*), obejmujących zachowania inwestorów na rynkach. Jako odrębny nurt badań pojawiły się finanse behawioralne w kontekście przedsiębiorstw, nazwane *behavioral corporate finance*. W literaturze polskiej utożsamiane są one z finansami behawioralnymi, choć ich zakres nie jest równoważny.

Obszar badawczy *behavioral corporate finance* wiąże wiedzę z zakresu zarówno finansów przedsiębiorstw, jak i psychologii. Pod pojęciem tym należy rozumieć dziedzinę współczesnych finansów, która analizuje problem podejmowania decyzji podmiotów gospodarczych w kontekście behawioralnym, dostrzegając określone odstępstwa od racjonalności, które mogą wpływać na efektywność gospodarowania w przedsiębiorstwach.

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja obszarów nieracjonalności w decyzjach finansowych w przedsiębiorstwie, ze szczególnym uwzględnieniem relacji pomiędzy

* dr inż. Anna Motylska-Kuźma, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, e-mail:anna.motylska-kuzma@wsb.wroclaw.pl; dr Joanna Wieprow, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, e-mail:joanna.wieprow@wsb.wroclaw.pl.

decydentami. Autorki za cel pośredni postawiły sobie również wykazanie luk w badaniach polskich w powyższym obszarze. Artykuł składa się z czterech rozdziałów, wstępu i zakończenia. Pierwszy rozdział dotyczy decyzji finansowych w przedsiębiorstwie oraz ich rodzajów. Kolejne dwa rozdziały opisują źródła nieracjonalności w zachowaniach menedżerów i właścicieli przedsiębiorstw, a także identyfikują podstawowe obszary występowania błędów poznawczych. W rozdziale czwartym przedstawiono główne kierunki badań w dziedzinie finansów behawioralnych przeprowadzanych zarówno w kraju, jak i za granicą. Całość zamyka podsumowanie zawierające wnioski z przeprowadzonych badań literaturowych.

1. Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie

Podejmowanie decyzji to jeden z ważniejszych elementów działalności przedsiębiorstw, mający istotny wpływ na jego efektywność, osiągnięte wyniki czy rozwój. Każda decyzja powinna spełniać swoje założenia. Oznacza to, że powinna bezwarunkowo i skutecznie zapewniać przedsiębiorstwu stabilną pozycję na rynku. Ponadto, decyzja powinna mieć swój określony czas, to znaczy moment, w którym występuje. Istotne jest więc zsynchronizowanie decyzji z innymi czynnikami zachodzącymi w otoczeniu w celu sprawnego zapewnienia optymalnego efektu ekonomicznego (Wójcik, 2009).

Decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach (i nie tylko) dzielone są na różne grupy, w zależności od wielu czynników je charakteryzujących. Jednym z takich kryteriów podziału jest czynnik czasu pozwalający wyróżnić (Bielawska, 2009):

- decyzje krótkoterminowe związane z bieżącą działalnością przedsiębiorstwa i zapewniające jego przetrwanie; szczególną rolę odgrywają tu decyzje związane z kształtowaniem płynności finansowej,
- decyzje długoterminowe (decyzje rozwojowe) dotyczące wyborów umożliwiających efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa w dłuższej perspektywie.

Kolejnym kryterium mogą być warunki, w jakich podejmowana jest decyzja. Tak więc możemy mówić o (Pomykalska, Pomykalski, 2007):

- decyzjach podejmowanych w warunkach pewności – znana jest sytuacja i występujące zależności przyczynowo-skutkowe, decydent ma poczucie komfortu, wynik jest łatwy do przewidzenia lub nawet znany,
- decyzjach podejmowanych w warunkach ryzyka – z decyzjami tymi mamy do czynienia wówczas, gdy wynik można przewidzieć tylko z pewnym prawdopodobieństwem, ponieważ istnieje wiele możliwych wyników,
- decyzjach podejmowanych w warunkach niepewności – wyniku nie można przewidzieć, ponieważ informacje są niepełne, a nawet niedostępne.

Determinanty podziałów procesów decyzyjnych mogą być mnożone, w zasadzie, w nieskończoność. Jednak trudno nie zgodzić się z twierdzeniem, że niezależnie od grupy decyzji, czy ich charakteru, wszystkie procesy decyzyjne w przedsiębiorstwie w sposób bardziej

lub mniej bezpośredni związane są z finansami, a co za tym idzie, z pieniędzmi. Dlatego też, w zasadzie zdecydowaną większość decyzji można nazwać decyzjami finansowymi, choć tylko część z nich dosłownie dotyczy finansów. Można wśród nich wyróżnić te, dotyczące następujących obszarów (Pomykalska, Pomykalski, 2007; Bień, 2002):

- prowadzenie rentownej działalności operacyjnej, która stanowi o efektywnym wykorzystaniu zasobów i determinuje sytuację finansową przedsiębiorstwa, zatem ustalenia poziomu aktywów obrotowych w stosunku do krótkoterminowego zadłużenia przedsiębiorstwa w celu zapewnienia odpowiedniej rentowności oraz płynności finansowej,
- zarządzanie procesem inwestycyjnym, w tym wybór, realizacja i nadzorowanie projektów oraz nowych przedsięwzięć, co stanowi realizację strategii przedsiębiorstwa, w tym zarządzanie wartością,
- podejmowanie decyzji w zakresie pozyskiwania kapitału – zaciągania zobowiązań i pozyskiwanie nowych kapitałów własnych, kosztu kapitału oraz kształtowania jego struktury,
- zarządzanie ryzykiem, czyli ustalenie zakresu ryzyka, możliwość zabezpieczenia się z uwzględnieniem konsekwencji ekspozycji przedsiębiorstwa na ryzyko.

W nauce o zarządzaniu można wyróżnić dwa modele podejmowania decyzji: klasyczny i menadżerski (administracyjny). Model klasyczny zakłada logiczną i racjonalną naturę menadżerów oraz przyjmuje, że ich decyzje najlepiej służą interesom organizacji. Menadżer w tym modelu powinien uzyskać pełną i doskonałą informację, wyeliminować niepewność oraz ocenić wszystko racjonalnie i logicznie. Model menadżerski bierze pod uwagę aspekty behawioralne, czyli czynniki które mogą powodować nieracjonalność decyzji. Zakłada on, że osoby podejmujące decyzje mają ograniczoną racjonalność, niekompletną wiedzę, umiejętności, niepełną informację. Osoby te są skłonne zadowalać się pierwszym wystarczającym rozwiązaniem.

2. Źródła nieracjonalności zachowań

Racjonalność jest pojęciem niejednoznacznym i niejednolitym (Kacelnik, 2005; Zaleśkiewicz, 2015). W filozofii, sytuację lub zachowanie uważa się racjonalne, gdy charakteryzuje się pewnym sensem, jest właściwe, wymagane lub zgodne z uznanym celem. Psychologowie pod pojęciem racjonalności rozumieją takie zachowanie człowieka, które spełnia określone standardy poznawcze (Over, 2004), przy czym rozpoznaje się tzw. racjonalność epistemiczną, związaną z formułowaniem racjonalnych przekonań i wnioskowaniem zgodnym z zasadami logiki, oraz racjonalność działania, która związana jest głównie z podejmowanymi aktywnościami i ich zgodnością z założonymi celami i logiką. Mówi się więc o racjonalności teoretycznej oraz racjonalności praktycznej i godnym zauważenia jest fakt, że obie te racjonalności nie muszą być ze sobą zgodne. Zarówno podejście filozoficzne, jak i psychologiczne charakteryzuje się pewnym procesowym ujęciem racjonalności. Spojrzenie to

większy nacisk kładzie na interpretowanie racjonalności nie w kontekście obserwowalnych zachowań, ale motywów do ich powstania.

Zupełnie odmienny sposób postrzegania racjonalności mają ekonomiści. Racjonalność rozpatrywana jest tu w aspektach ściśle formalnych, związanych z wewnętrzną spójnością preferencji (Sen, 1993). Tak więc za racjonalne uznaje się takie zachowanie, które jest zgodne z regułą maksymalizowania oczekiwanej użyteczności i jednocześnie wynikające z preferencji, spełniających określone warunki (Kacelnik, 2005). Warunki te, określone w teorii von Neumanna i Morgensterna, to m.in. spójność, przechodniość, wynik zupełnie pewny czy podstawialność. Modele ekonomiczne oparte o założenie racjonalności wykazują jednak w wielu przypadkach niedopasowanie do rzeczywistości. Zjawiska takie stały się przedmiotem wielu badań, na podstawie których definiuje się paradoksy racjonalności, a ich katalog z roku na rok jest coraz bardziej obszerny. Przykładami takich niezgodności są m.in. paradoks Allaisa (zbytne preferowanie przez ludzi pewnego zysku) i paradoks Ellsberga (nadmierne unikanie przez ludzi wyników niejasnych/niepewnych) (Zaleskiewicz, 2012).

Każdy człowiek dokonujący oceny lub podejmujący decyzje musi zdobyć i przeanalizować wiele różnych informacji, które nie zawsze są ważne z punktu widzenia osiągniętego efektu lub wręcz przeciwnie – okazują się być bardzo istotne. Jednak w chwili podejmowania decyzji lub dokonywania oceny nie zawsze zdajemy sobie sprawę z rzeczywistej wagi danej informacji. Co więcej, sam decydent musi dokonać wyboru, które dane i informacje są według niego bardziej znaczące, a które mniej. Nie da się bowiem przeanalizować dokładnie wszystkich danych koniecznych do podjęcia decyzji. Po pierwsze, ze względu na fakt, że nasz dostęp do informacji jest ograniczony, a nie pełny. Po drugie, ponieważ po prostu jest to nieefektywne zarówno z punktu widzenia kosztów, jak i czasu. Na powyższe nakładają się jeszcze ograniczenia poznawcze naszego umysłu (np. ograniczona pojemność pamięci operacyjnej, czy emocje zaburzające obraz „świata”). Wszystko to powoduje, że dążymy do minimalizacji ilości analizowanych danych i informacji, a więc próbujemy znaleźć tzw. drogę na skróty. Takie działanie w języku formalnym nauk społecznych nazywane jest heurystykami (Nęcka i in., 2008). Wybieramy zatem spośród informacji te, które z jakichś powodów wydają nam się najbardziej przydatne. Powody te mogą być bardzo logiczne i przemyślane, ale dość często, uginając się pod presją czasu lub po prostu ilością danych, powody te zupełnie nie mają nic wspólnego z logiką. Pomimo tego, przetwarzanie heurystyczne znacznie ułatwia nam funkcjonowanie w bardzo złożonym wszechświecie. Stąd wykorzystywane jest bardzo często w różnych aspektach decyzyjnych, zarówno na poziomie pojedynczego człowieka, jak i całych organizacji.

Jedne z najbardziej popularnych badań, porządkujących poznane heurystyki, zostały przeprowadzone w latach 70. ubiegłego stulecia przez duet Kahnemana i Tversky'ego. Wyodróżnili oni trzy najważniejsze heurystyki stosowane przez człowieka w procesach oceny i podejmowania decyzji: heurystyka kotwiczenia, reprezentatywności oraz dostępności.

W ramach tych heurystyk następcy zidentyfikowali wiele błędów poznawczych popełnianych przez ludzi w procesie ocen i decyzji.

Heurystyka kotwiczenia. Stosowana jest głównie w procesach oceny, gdy oceniający wzoruje się lub odnosi do pewnych sugerowanych wartości, zwanych „kotwicą”. Na przykład w wycenie nieruchomości przy transakcji sprzedaży, jak wykazali w swoim eksperymencie Northcraft i Neale (1987), ogromne znaczenie ma cena, jakiej żąda dotychczasowy właściciel. Będzie ona stanowiła dla potencjalnego specjalisty do spraw wyceny punkt odniesienia, wokół którego ustali on (świadomie bądź nie) przyszłą cenę. Podobnie będzie w przypadku wyceny akcji, wartości niematerialnych czy prawnych itp. Za każdym razem, mając informacje o wysokości takich wartości w przeszłości lub wartości elementów podobnych, oceniający będzie wzorował swoje decyzje na tych liczbach.

Heurystyka reprezentatywności. Stosując tę heurystykę, decydent ocenia prawdopodobieństwo wystąpienia pewnego zjawiska na podstawie jego podobieństwa do populacji, do której dane zdarzenie może być zaliczone lub którą, po prostu, reprezentuje. Im podobieństwo to jest wyższe, tym wyżej oceniane jest prawdopodobieństwo wystąpienia danego zjawiska. Jeżeli podczas pewnego eksperymentu rzucono czterokrotnie monetą i wśród wyników zidentyfikowano 42 przypadki sekwencji orzeł, reszka, orzeł, reszka, to wystąpienie w kolejnej sekwencji na przykład reszka, orzeł, reszka, reszka jest uznawane przez wiele osób za mniej prawdopodobne niż sekwencja pierwsza. Z punktu widzenia prawdopodobieństwa obydwie możliwości są jednak dokładnie tak samo prawdopodobne. Różnica w ocenach spowodowana jest zastosowaniem heurystyki reprezentatywności, w której oceniający sugeruje się populacją, gdzie połowa rzutów daje reszkę, a połowa orła. W związku z tym bardziej prawdopodobna dla niego będzie sytuacja, gdy sekwencja będzie składała się w połowie z orłów i w połowie z reszek. Każda inna sekwencja będzie oceniana jako mniej prawdopodobna. Co więcej, sekwencja, w której orły i reszki będą następować po sobie naprzemiennie, będzie oceniana jako najbardziej prawdopodobna, ponieważ najbardziej przypomina ciąg losowy. Taki dodatkowy efekt zastosowania heurystyki reprezentatywności nazywany jest złudzeniem gracza (*gambler's fallacy*) (Zaleśkiewicz, 2012) i kojarzony jest głównie z hazardem, ale również z decyzjami finansowymi podejmowanymi przez osoby fizyczne czy menedżerów i zarządzających w organizacjach.

Przeciwnieństwem błędu złudzenia gracza jest ignorowanie regresji do średniej. W tym przypadku w grę wchodzi również stosowanie heurystyki reprezentatywności, ale nie oczekuje się częstej zmienności zdarzeń, tylko wierzy w kontynuację określonego trendu. Jeżeli w rzucie monetą parę razy pod rząd wypadnie ta sama strona monety, np. orzeł, wówczas uczestnicy takiej gry/eksperymentu skłonni są do zwiększenia oceny prawdopodobieństwa wypadnięcia w kolejnym rzucie tej samej strony monety (orła). Ten błąd poznawczy bardzo często można zaobserwować wśród inwestorów przekonanych o niezmienności pewnych trendów na rynku, np. niekończącej się hossy.

Heurystyka dostępności. Oceniający stosujący heurystykę dostępności będzie w procesie oceny sugerował się w większym stopniu informacjami, które są dla niego łatwiej

dostępne, tzn. są bardziej wyraziste i powiązane z emocjami, ignorując przy tym rzeczywiste znaczenie danej informacji dla procesu oceny i decyzji. Tak więc dostępne dane statystyczne mogą nie mieć takiego dużego znaczenia przy dokonywanej ocenie, jak np. przekonanie o wysokim ryzyku zdarzenia wynikające z przeżyć i emocji z przeszłości. Standardowym przykładem jest ocena ryzyka związanego z podróżą samolotem wobec jazdy samochodem. Spektakularność wypadków samolotowych powoduje, że łatwiej nam jest przypomnieć sobie ostatnie katastrofy pokazywane w telewizji niż rozbity na poboczu samochód. Dostępność do tych danych przekłada się na przekonanie, że ryzyko latania jest większe.

„Droga na skróty”, czyli dokonywanie ocen i podejmowanie decyzji przy użyciu powyższych heurystyk, znacznie upraszcza sam proces i pozwala na „okiełznanie” złożoności i niepewności otoczenia, w którym przyszło nam funkcjonować. Jednak, w wielu przypadkach, doprowadza do popełniania błędów nieracjonalności. To powoduje, że dotychczasowe modele, przede wszystkim ekonomiczne, oparte głównie na teorii użyteczności von Neumanna i Morgensterna oraz zasady maksymalizowania oczekiwanej użyteczności, nabierają nowego znaczenia i wymagają wprowadzenia wielu zmian, by działały poprawnie.

3. Skłonności menedżerów i właścicieli do nieracjonalności

Omówione powyżej źródła nieracjonalności zachowań człowieka ujawniają się w sposób szczególnie w obszarze podejmowania decyzji w przedsiębiorstwach, zarówno na poziomie menadżerskim czy kierowniczym, jak i właścicielskim. Ich skutki dotyczą nie tylko samych decydentów, ale przede wszystkim przekładają się na funkcjonowanie i efektywność organizacji.

Z punktu widzenia podejmowania decyzji finansowych przez menadżerów i właścicieli podmiotów gospodarczych, wśród szeregu zidentyfikowanych odstępstw od racjonalności wymienia się najczęściej:

- nadmierny optymizm (*overoptimism*),
- nadmierną pewność siebie (*overconfidence*),
- pułapkę potwierdzania (*confirmation bias*),
- złudzenie kontroli (*ilusion of control*),
- błąd *post factum*,
- efekt kadrowania (*framing effect*).

Nadmierny optymizm polega na nierealistycznym przekonaniu obserwatora o pozytywnym przebiegu dotyczących go zdarzeń (Zielonka, 2006). Na gruncie ekonomii używa się niekiedy sformułowania „złudny optymizm” na określenie sytuacji wyolbrzymienia potencjalnych korzyści z projektu i niedoszacowania prawdopodobnych kosztów, zakładając sukces i ignorując możliwość pomyłki. Nadmierny optymizm może powodować zawyżanie prawdopodobieństwa wystąpienia pożądaných wydarzeń rzadkich oraz zaniżanie niepożądanych. W przypadku menadżera charakteryzującego się nadmiernym optymizmem

skłonność ta może prowadzić do podejmowania decyzji, w wyniku których wybierana jest nierealistyczna lub zbyt ryzykowna opcja (Gajdka, 2013).

Nadmierna pewność siebie to przesadna wiara jednostki we własną wiedzę i umiejętności. Przesadna ufność we własne możliwości powoduje błędne przekonanie o swoich predyspozycjach, zdolnościach i nie jest adekwatne do rzeczywistości. Zbyt duża pewność wiedzy i umiejętności u decydenta bywa nierzadko zestawiana z nadmiernym optymizmem. Jest to o tyle uzasadnione, że pierwsza z tych nieracjonalności odnosi się do optymizmu związanego z bezpośrednią działalnością podmiotu, podczas gdy druga nieracjonalność to optymistyczne postrzeganie możliwości realizacji zdarzeń, wynikające z korzystnych okoliczności zewnętrznych (Czempas, 2007).

Pułapka potwierdzenia (błąd afirmacji) to tendencja podejmujących decyzje do wyszukiwania informacji, które potwierdzają ich przekonania i ignorowanie danych im zaprzeczających. Błąd afirmacji polega na poszukiwaniu informacji spójnych z przekonaniami przy jednoczesnym pomijaniu faktów podważających własne przewidywania (Gajdka, 2013).

Złudzenie kontroli (błąd kontroli) polega na subiektywnym przeświadczeniu jednostki, że szansa odniesienia przez nią sukcesu jest niewspółmiernie wysoka w porównaniu z rzeczywistym prawdopodobieństwem (Zielonka, 2003). Skutek podjętej decyzji jest zależny od wielu czynników: kompetencji, wiedzy, umiejętności menadżera, ale również od czynników zewnętrznych, losowych. Można zaobserwować tu zjawisko polegające na przesadnej pewności możliwości kontrolowania skutków decyzji.

Błąd *post factum* to niewłaściwe przekonanie, że zaobserwowany *ex post* rezultat mógł być oczywisty *ex ante* (Daniel i in., 2002). Jest to odczucie występujące po wystąpieniu zdarzenia i przekonanie o tym, że jakiś rezultat był przewidywalny i bardzo prawdopodobny, nawet gdy wcześniej nie był. U podstaw tego zjawiska leży skłonność człowieka do przypisywania sobie sukcesów, gdy decyzja była trafna. Jeśli natomiast jest błędna – winą za niepowodzenie obarcza się los lub inne czynniki zewnętrzne.

Efekt kadrowania polega na tym, że różne formy prezentacji problemu decyzyjnego mają wpływ na dokonywane wybory. Ten sam problem może być przedstawiony w różny sposób. Forma prezentacji problemu decyzyjnego może mieć wpływ na dokonywany wybór (Gajdka, 2013).

Oprócz wymienionych powyżej efektów można spotkać również efekt wąskich ram (*flaming*), efekt iluzji pieniądza (*money illusion*), efekt księgowania mentalnego (*mental accounting*), efekt halo, błąd wybiórczej atrybucji (*self-attribution*), błąd retrospekcji (*hindsight bias*), błąd hazardzisty (*gambler's fallacy*), błąd krótkich serii, prawo powrotu do średniej itp.

4. Implikacje nieracjonalności w decyzjach finansowych

Opisane powyżej nieracjonalności w procesach decyzyjnych występują w zasadzie we wszystkich obszarach decyzji finansowych w przedsiębiorstwie. Począwszy od decyzji operacyjnych, obejmujących zarządzanie płynnością czy rentownością, poprzez decyzje związane ze strukturą finansowania i wyborem źródła finansowania działalności, po decyzje strategiczne, dotyczące kierunków lokowania środków pieniężnych w aktywa przedsiębiorstwa. W każdym z tych przypadków, błędy poznawcze i heurystyki mogą skutkować nietrafionymi decyzjami, wpływającymi na bieżącą i przyszłą sytuację przedsiębiorstwa.

Heurystyki zidentyfikowane przez Kahnemana i Tversky'ego oraz odstępstwa od racjonalności dotyczą jednak przede wszystkim decydentów jako jednostek. Nie można więc zapominać o tym, że w przedsiębiorstwie jednostki te są wzajemnie powiązane, a ich interesy nie zawsze zgodne. Zatem, oprócz wymienionych źródeł nieracjonalności, na decyzje finansowe wpływać będą również relacje pomiędzy poszczególnymi decydentami. Powiązania te mogą w skrajnych przypadkach z jednej strony implikować i multiplikować powyższe błędy. Z drugiej strony, doprowadzać do ich kompensowania lub neutralizowania ich negatywnych skutków. Stąd ogromną rolę odgrywać będzie teoria agencji (*agency theory*), na podstawie której wyjaśnia się wiele problemów związanych z relacjami właściciel–zarządzający, ich celami oraz spójnością działania. Jednak, oprócz niej, zastosowanie znajdują tutaj teoria zasobowa (*resource based theory*), teoria gier (*game theory*) itp.

Biorąc pod uwagę wszystkie aspekty nieracjonalności w decyzjach finansowych w przedsiębiorstwach, należy połączyć źródła nieracjonalności jednostek z powyższymi powiązaniem i odnieść je na poszczególne obszary decyzyjne. Tylko w ten sposób można zbadać problem całościowo i wyciągnąć właściwe wnioski. Stąd w literaturze przedmiotu pojawiły się dwa nurty prowadzonych badań. Pierwszy z nich przyjmuje racjonalność menedżera za pewnik, podczas gdy inwestor/właściciel uważany jest za decydenta nieracjonalnego. Zdecydowana większość badań skupiona jest wówczas na nieefektywności rynków finansowych i samych inwestorów. Analizuje się tu m.in. związki między inwestycjami rzeczowymi a niewłaściwą wyceną akcji, teorię struktury kapitału czy politykę finansowania w kontekście działań typu *market timing*, kateringową teorię dywidendy, fuzje i przejęcia, itp. (Ang i in., 2007; Baker i in., 2007; Baker, Wurgler, 2013; Barberis, Shleifer, 2003; Chrinko, Schaller, 2001; Huang, Ritter, 2009; Mullainathan, 2002; Panageas, 2003; Shefrin, 2007). Drugi nurt dotyczy nieracjonalności menedżerów działających na efektywnym rynku. Podejmowane zagadnienia to m.in. wpływ zbytnej pewności siebie oraz nadmiernego optymizmu na szacowanie przyszłych przepływów finansowych, błędy poznawcze w szacowaniu kosztów projektu, wyznaczaniu stopy dyskontowej, ustalaniu struktury kapitału oraz wyborze źródeł finansowania działalności, zarządzaniu kapitałem obrotowym, a także wpływ doświadczenia samego menedżera na popełniane błędy itp. (Ben-David i in., 2010; Biondi, Marzo, 2011; Bouwman, 2009; Cassar, Gibson, 2007; Fairchild, 2007; Gervais,

2010; Gider, Hackbarth, 2010; Hackbarth, 2007; Hribar, Yang, 2013; Marshall, Meckling, 1962; Pohmal i in., 1988).

Dla pełnego obrazu powyższych analiz brakuje badań dotyczących sytuacji, gdy zarówno menedżer, jak i właściciel/inwestor wykazują skłonności do nieracjonalności.

Tabela 1

Przegląd badań prowadzonych w Polsce

Autor	Obszar tematyczny badań
T. Zaleśkiewicz	Racjonalność i nieracjonalność inwestorów na rynkach finansowych, podejmowanie decyzji przez inwestorów na rynkach finansowych, psychologia ekonomiczna.
P. Zielonka	Skłonności poznawcze i motywacyjne inwestorów giełdowych.
T. Tyszka	Podejmowanie decyzji przez inwestorów giełdowych – aspekty psychologiczne, psychologia zachowań konsumenckich, psychologia ekonomiczna.
A. Szyszka	Wpływ aspektów psychologicznych na zachowania inwestorów giełdowych; czynniki behawioralne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw; zachowania inwestorów na rynku kapitałowym.
T. Schabek	Zachowania inwestorów giełdowych w kontekście finansów behawioralnych.
J. Gajdka	Badania wybranych problemów poruszanych w ramach finansów behawioralnych, oparte na danych publikowanych przez spółki giełdowe z GPW.
Ł. Małek	Analiza badań empirycznych zachowań inwestorów na rynkach finansowych.
B. Grzyb	Czynniki wpływające na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych (inwestorzy giełdowi), które ze skłonności behawioralnych najbardziej oddziałują na inwestorów giełdowych.
M. Czerwonka, B. Gorlewski	Zachowania inwestorów i rynku w kontekście finansów behawioralnych, anomalie giełdowe.
K. Borowski	Badania dotyczące modeli stosowanych w finansach behawioralnych.
S. Majewski	Wpływ czynników behawioralnych na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynkach finansowych.

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli 1, przeprowadzane do tej pory w Polsce badania dotyczące racjonalności decyzji finansowych obejmowały tylko wybrane aspekty i skupiały się głównie na analizowaniu zachowań inwestorów i rynków finansowych. Można odnieść wrażenie, że obszar decyzji finansowych w przedsiębiorstwie, w kontekście behawioralnym, jest marginalizowany, w przeciwieństwie do dorobku badań zagranicznych. Większość ośrodków badawczych zajmujących się tym tematem, znajduje się na terenie państw wysokorozwiniętych, w tym głównie w Stanach Zjednoczonych. Inna kultura i specyfika takich gospodarek powoduje, że przeniesienie istniejących wyników badań na grunt rodzimych przedsiębiorstw wymaga sprawdzenia ich aplikacyjności w warunkach polskich. Istnieje zatem ogromna luka poznawcza w tym zakresie.

Uwagi końcowe

Behawioralne aspekty finansów przedsiębiorstw, a dokładnie inklinacje decydentów do nieracjonalności, stanowią w ostatnim czasie bardzo popularny kierunek badań w wielu ośrodkach badawczych, zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków gospodarczych. Uwzględniając względnie krótki okres rozwoju tej dziedziny, osiągnięcia badaczy można uznać za znaczące, ponieważ pozwalają wyjaśnić wiele zachowań podmiotów gospodarczych, które nie były zrozumiałe na gruncie teorii neoklasycznych. Można więc uznać, że stanowią swoiste uzupełnienie dotychczasowej wiedzy. Jednak ze względu na złożoność tematu, a przede wszystkim trudności w przeprowadzeniu efektywnego badania, wiele obszarów wciąż pozostaje nieodkrytych. Podobnie, sama wiedza na temat popełnianych błędów, ich rodzajów i źródeł, jest tylko początkiem drogi. Kolejnym krokiem powinno stać się poszukiwanie sposobów radzenia sobie ze zidentyfikowanymi błędami i próba ich eliminowania.

Na gruncie polskim behawioralne aspekty finansów przedsiębiorstw zdają się być nowym obszarem naukowych dociekań, w którym istnieje szereg luk i pytań bez odpowiedzi. Ciężko doszukać się nie tylko badań próbujących aplikować osiągnięcia zagraniczne w rodzimych przedsiębiorstwach, ale również porównujących zachowania organizacji w tym zakresie z podmiotami funkcjonującymi poza granicami naszego kraju. W luce tej autorki upatrują bardzo duży potencjał naukowy.

Literatura

- Ang, A., Gu, L., Hochberg, Y. (2007). Is IPO Underperformance a Peso Problem? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 565–595.
- Baker, M., Coval, J., Stein, J. (2007). Corporate Financing Decisions When Investors Take the Path of Least Resistance. *Journal of Financial Economics*, 84, 266–298.
- Baker, M., Wurgler, J. (2013). Behavioral Corporate Finance; An Updated Survey. W: G.G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (red.), *Handbook of the Economics of Finance*. Vol. 2 (s. 357–403). Amsterdam: Elsevier.
- Barberis, N., Shleifer, A. (2003). Style Investing. *Journal of Financial Economics*, 68, 161–199.
- Ben-David, I., Graham, J., Harvey, C. (2010). Managerial Miscalibration. *NBER Working Paper*, 16215.
- Bielawska, A. (2009). *Nowoczesne zarządzanie finansami*. Warszawa: C.H. Beck.
- Bień, W. (2002). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin.
- Biondi, Y., Marzo, G. (2011). *Decision Making Using Behavioral Finance for Capital Budgeting*. W: H.K. Baker, P. English (red.), *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects* (s. 421–444). Hoboken, NJ: Wiley.
- Bouwman, Ch. (2009). *Managerial Optimism and the Market's Reaction to Dividend Changes*. Working paper, MIT Sloan School of Management, Wharton Financial Institution Center, Case Western Reserve University.
- Cassar, G., Gibson, B. (2007). Forecast Rationality in Small Firms. *Journal of Small Business Management*, 45 (3), 283–302.
- Chrinko, R., Schaller, H. (2001). Business Fixed Investment and „Bubbles”: The Japanese Case. *American Economic Review*, 91 (3), 663–680.
- Czempas, K. (2007). *Nieracjonalność inwestorów jako podstawowa kategoria finansów behawioralnych*. Katowice: Akademia Ekonomiczna w Katowicach.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Hong Teoh, S. (2002). Investor psychology in capital markets evidence and policy implications. *Journal of Monetary Economics*, 49, 139–209.
- Fairchild, R. (2007). *Behavioral Corporate Finance: Existing Research and Future Directions*. Working paper. University of Bath.

- Gajdka, J. (2013). *Behawioralne finanse przedsiębiorstw, Podstawowe podejścia i koncepcje*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Gervais, S. (2010). Behavioral Finance, Capital Budgeting and Other Investments Decisions. W: H.K. Baker, J.R. Nofsinger (red.), *Behavioral Finance. Investors, Corporations and Markets* (s. 413–434). Hoboken, NJ: Wiley.
- Gider, J., Hackbarth, D. (2010). *Financing Decisions*. W: H.K. Baker, J.R. Nofsinger (red.), *Behavioral Finance, Investors, Corporations and Markets* (s. 393–412). Hoboken, NJ: Wiley.
- Hackbarth, D. (2007). *Managerial Traits and Capital Structure Decisions*. EFA 2004 Maastricht Meetings Paper.
- Hribar, P., Yang, H. (2013). *Does SEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management?* Working paper. Pobrane z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929731.
- Huang, R., Ritter, J. (2009). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 237–271.
- Kacelnik, A. (2005). Meaning of rationality. W: S. Hurley, M. Nudds (red.), *Rational Animals?* (s. 87–106). New York: Oxford University Press.
- Marshall, A.W., Meckling, W.H. (1962). Predictability of the Costs, Time and Success of Development. W: B.H. Klein, T.A., Maschak, W.A. Marshall, W.H. Meckling, R.R. Nelson (red.), *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors* (s. 461–476). Princeton: Princeton University Press.
- Mullainathan S. (2002). *Thinking Through Categories*. MIT Working Paper.
- Nęcka, E., Orzechowski, J. Szymura, B. (2008). *Psychologia poznawcza*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Northcraft, G.B., Neale, M.A. (1987). Experts, amateurs and real estate: An anchoring-and-adjustment perspective on property pricing decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 39, 84–97.
- Over, D. (2004). Rationality and the Normative/Descriptive Distinction. W: D.J. Koehler, N. Harvey (red.), *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making* (s. 3–18). Malden, MA: Blackwell Publishing.
- Panageas, S. (2003). *Speculation, Overpricing and Investment: Theory and Empirical Evidence*. MIT Working Paper.
- Pohmal, R.A., Santiago, E.S., Markel, F.L. (1988). Cash Flow Estimation Practices of Large Firms. *Financial Management*, 17 (2), 71–79.
- Pomykałska, B., Pomykałski, P. (2007). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sen, A. (1993). Internal consistency of choice. *Econometrica*, 61, 495–521.
- Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance. Decision that Create Value*. Boston: McGraw Hill/Irwin.
- Wójcik, M. (2009). *Proces podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie*. www.e-bookowo.pl.
- Zaleśkiewicz, T. (2012). *Psychologia ekonomiczna*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Zielonka, P. (2003). Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych. Warszawa: *Materiały i Studia NBP*, 158.

PSYCHOLOGICAL ASPECTS OF FINANCIAL DECISION MAKING IN THE ENTERPRISE

Abstract: *Purpose* – The main objective of this article is to identify the areas of irrationality in financial decisions in the company, with particular emphasis on the relationship between the decision-makers. The indirect aim is to demonstrate the gaps in the Polish research in the above area.

Design/methodology/approach – The article was based on an analysis of available literature and the results of research in the field of behavioral finance companies

Findings – The analysis shows areas of irrationality in the financial decisions in the enterprise, from the point of view of the individual and the whole organization and the cognitive gap in the Polish research

Originality/value – The results must be regarded as a determinant of the direction of further research in the area of corporate finance and adapting them to the behavioral aspects

Keywords: rationality, financial decisions in the enterprise, economic psychology, behavioral finance

Cytowanie

- Motyłska-Kuźma, A., Wieprow, J. (2017). Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 129–139. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-11.