

*Radosław Pastusiak**, *Katarzyna Biegańska***,
*Maciej Górski****, *Jakub Keller*****

SKUTECZNOŚĆ INWESTYCYJNA A NARODOWOŚĆ INWESTORA

Skuteczność inwestycyjna jest wartością, jaką inwestor musi wypracować w procesie doskonalenia swojego warsztatu inwestycyjnego. Pomimo tego, że inwestowanie na rynku kapitałowym jest popularnym zajęciem, niewielu inwestorów doprowadza swój warsztat do poziomu, dzięki któremu inwestowanie staje się ich sposobem zarobkowania, a nie jedynie pomnażania kapitału. Dlaczego tak się dzieje? Różnice pomiędzy inwestorami należy rozpatrywać w szerszej kategorii, jako różnice pomiędzy ludźmi, występujące na różnych płaszczyznach i poziomach. Najbardziej oczywistą jest wygląd zewnętrzny, wiele innych wynika z różnych uwarunkowań. Jednym z elementów różnicujących ludzi, który wpływa na efektywność inwestycyjną, jest podejście do ryzyka, zwane akceptacją ryzyka. Wyróżnik ten sprawia, iż inwestorów można podzielić na trzy zasadnicze grupy: takich, którzy wykazują się zwiększoną skłonnością do ryzyka, neutralnych wobec niego oraz takich, którzy go unikają. Warsztat inwestycyjny oraz poziom akceptacji ryzyka są pochodną m.in. cech kulturowych, będących dziedzictwem, jakie inwestor otrzymuje, żyjąc w określonym społeczeństwie.

Czy inwestorzy różnych narodowości różnią się pomiędzy sobą stylem inwestowania? Jest to problem badawczy, jaki starano się w tym artykule rozwiązać. Celem opracowania jest opisanie różnic pomiędzy inwestorami odmiennych narodowości, którzy uczestniczyli w konkursie międzynarodowym zorganizowanym przez firmę XTB w 2014 r. na rynku FOREX.

Autorzy będą się starali potwierdzić postawioną hipotezę z wykorzystaniem metod ilościowych, przy silnej podbudowie teoretycznej problemu, uzasadniającej sens podjęcia takich analiz.

* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny.

** Uniwersytet Łódzki, Wydział Nauk o Wychowaniu.

*** X-Trade Brokers Dom Maklerski S.A.

**** Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny.

1. Analiza literatury przedmiotu

Aby uwypuklić różnice pomiędzy inwestorami, należy szukać odrębności pomiędzy ludźmi i rozumieć je. Różnice pomiędzy ludźmi wywodzą się z kręgów kulturowych. Przez kulturę rozumiemy całokształt dorobku ludzkości przekazywany z pokolenia na pokolenie. W skład wytworów kultury wchodzi zarówno dobra materialne, jak i niematerialne (filozofia, religia, systemy wartości), ale też normy życia społecznego, zasady zachowania, oceny moralne i estetyczne. Według antropologa kultury C. Geertza kultura obejmuje wszystkie aspekty życia danej społeczności – wartości, praktyki, symbole, instytucje i stosunki międzyludzkie, natomiast R. Shweder utożsamia kulturę z rozpowszechnionym i utrwalonym zbiorem koncepcji na temat prawdy, dobra, piękna i efektywności¹. Bez czynników kulturowych trudno jest zrozumieć mechanizmy funkcjonowania społecznego. Wpływają one na wiele aspektów ludzkiego życia. Dotyczy to również sfery pracy i ekonomii.

Przekonanie o tym, że zjawiska gospodarcze są determinowane czynnikami kulturowymi ma w ekonomii długą historię. Już A. Smith łączył je z tradycją i obyczajami społeczeństwa. Na szczególną uwagę zasługuje jednak M. Weber, który na przełomie XIX i XX w. sformułował tezę o wpływie postaw religijnych na stosunek ludzi do pracy, bogactwa i wykorzystywania czasu². Zgodnie z jego przekonaniem kapitalizm w takich krajach, jak Niemcy, Holandia, Wielka Brytania, Szwecja, Norwegia czy Stany Zjednoczone rozwinął się dzięki zakorzenionej w tych krajach protestanckiej etyce pracy. Zasadą naczelną tej etyki jest koncentracja człowieka na pracy. Ta jest wartością naczelną i stanowi główny czynnik organizujący codzienne wysiłki jednostki. Dzięki protestanckiej etyce pracy rozprzestrzenił się duch kapitalizmu, który można rozumieć jako rodzaj światopoglądu uzasadniającego pragnienie bogacenia się. Dążenie ludzi do bogactwa traktowane jest w świetle poglądów Webera jako obowiązek. Ludzie powinni się starać tworzyć wartość materialną na chwałę Bożą, a nie dla próżnej konsumpcji (bogacenie się i oszczędność są ze sobą ściśle powiązane). Niechęć do pracy i bieda są stanami wielce niepożądanymi i świadczącymi o nierozwijaniu przez człowieka otrzymanych talentów.

Weber twierdził, że protestantyzm należy uznać za kulturową kolebkę kapitalizmu i wskazał na różnice między krajami protestanckimi, katolickimi i muzułmańskimi odzwierciedlonymi w różnych zachowaniach ekonomicznych ludzi. Nie

¹ K. Kostro, *Zagadnienia kulturowe w ekonomii*, „Gospodarka Narodowa” 2009, nr 3, s. 28.

² A. Domurat, D. Szczepańska, K. Żurek, *Przedsiębiorczość a protestancka etyka pracy*, w: M. Goszczyńska, M. Górnik-Durose, *Psychologiczne uwarunkowania zachowań ekonomicznych*, Difin, Warszawa 2010, s. 15–19.

brak oczywiście badań naukowych, które podważają zdecydowane poglądy Webera, np. Arslan wykazał, że tureccy menedżerowie w porównaniu do menedżerów protestanckich i katolickich większy nacisk kładli na dyscyplinę i racjonalność w gospodarowaniu czasem wolnym. Autor ten dokonał również przeglądu badań, z którego wynika, że większość danych wspiera tezę Webera, ale wyniki wielu innych nie są już tak jednoznaczne³. Natomiast Barbalet dowiódł, że korzenie kapitalizmu leżą nie tylko w protestanckiej etyce pracy, lecz także w etosie pracy XX-wiecznego judaizmu. Otóż ludzie wyznania Mojżeszowego również cenią pracę, dyscyplinę i ich materialne efekty. Jakkolwiek poglądy Webera poddać można krytyce, to uznać należy, że całkowite wyjaśnienie rzeczywistości gospodarczej wymyka się czysto naukowym oraz ekonomicznym przesłankom, a ekonomiczne wybory i działania ludzi są warunkowane tradycją, obyczajami, wartościami czy normami społecznymi⁴.

Jednym z podstawowych przejawów stosunku ludzi do świata ekonomii są ich postawy przedsiębiorcze. Przedstawiony powyżej etos pracy, wynikający z kulturowych fundamentów, jest zbieżny z postawami przedsiębiorczymi i wartościami nieodłącznymi przedsiębiorczości, takimi jak pracowitość, determinacja, orientacja na zysk, odpowiedzialność za własne działanie czy umiejętność odraczania gratyfikacji (np. odkładanie odpoczynku lub nagrody na później). Zmienne kulturowe mają istotny wpływ na podejmowanie działalności gospodarczej, tworząc dla niej pozytywny klimat. W poszczególnych krajach różnie postrzega się przedsiębiorczość jako dobrą ścieżkę kariery, inny jest jej status. Występują też różnice w zakresie rozpoznawania szans biznesowych, samoocenie umiejętności biznesowych czy w poziomie lęku przed porażką. Stany Zjednoczone prezentują średni poziom rozpoznawania szans biznesowych, bardzo wysoką samoocenę wiedzy i umiejętności oraz dość niski poziom strachu przed porażką. W krajach skandynawskich występuje bardzo wysoki poziom rozpoznawania szans, niezbyt wysoka samoocena umiejętności biznesowych, niski lęk przed porażką i równocześnie bardzo wysoki status społeczny przedsiębiorców. Z raportu Global Entrepreneurship Monitor (GEM) wynika, że Japończycy w niskim stopniu rozpoznają szanse biznesowe, nisko cenią swoje umiejętności w tym zakresie i nie cenią też zbyt przedsiębiorczości jako dobrej ścieżki kariery (prawdopodobnie wszystko to powoduje niski wskaźnik przedsiębiorczości w Japonii). W Grecji natomiast stwierdza się występowanie słabego postrzegania szans biznesowych i najsilniejszego spośród badanych krajów strachu przed porażką. Polska jest krajem, w którym postawy przedsiębiorcze są dość pozytywnie widziane na tle

³ M. Arslan, *The work ethic values of protestant British, catholic Irish and Muslim Turkish managers*, "Journal of Business Ethics" 2001, No. 31(4), s. 321–339.

⁴ J. Barbalet, *Max Weber and Judaism: an insight into the methodology of "The protestant ethic and the spirit of capitalism"*, "Max Weber Studies" 2006, No. 6(1), s. 51–67.

krajów regionu. Polacy uzyskują wysokie wskaźniki w zakresie rozpoznawania szans biznesowych, intencji założenia firmy oraz samooceny potrzebnych umiejętności. Równocześnie lęk przed porażką w biznesie jest jednym z największych w regionie⁵.

Bardzo interesujące ujęcie kultury oraz jej konsekwencji dla zjawisk gospodarczych i społecznych zaproponował holenderski badacz G. Hofstede. Zasłynął on analizami różnic między wydajnością pracy pracowników IBM w filiach tej samej firmy w poszczególnych krajach. Respondentami jego pytań byli pracownicy poszczególnych przedstawicielstw korporacji IBM. Autor rozesłał 100 tys. ankiet do 50 krajów. Wyniki posłużyły mu do zbudowania koncepcji kultury jako zaprogramowania umysłu, które odróżnia jedną grupę od drugiej. Zaprogramowanie to dostarcza nie do końca uświadamianych schematów myślenia, odczuwania, reagowania i zachowania. Rozpoczyna się ono już w rodzinie, potem trwa w szkole czy w miejscu pracy. Programowanie umysłu odnosi się do m.in. do poziomu kultury narodowej czy organizacyjnej. Ponieważ proces globalizacji sprzyja zainteresowaniu kulturami różnych krajów, dokonuje się to również w odniesieniu do charakteru gospodarki. I tak powstaje charakterystyka gospodarki poszczególnych państw: niemieckiej, francuskiej, brytyjskiej, włoskiej czy amerykańskiej⁶.

Hofstede wyróżnił pięć wymiarów kultury określających kolektywne zaprogramowanie umysłów (kulturę narodową). Są to: dystans władzy, kolektywizm – indywidualizm, kobiecość – męskość, unikanie niepewności, orientacja długo- i krótkookresowa. Wymiarom tym przypisuje konkretne normy, zachowania, postawy i przekonania. W krajach, gdzie obowiązuje mały dystans władzy, dąży się do decentralizacji, styl kierowania opiera się na konsultacjach, w krajach z dużym dystansem władzy odwrotnie – jest silna centralizacja i dominuje autokratyczny styl kierowania⁷.

Dla charakterystyki gospodarki i organizacji szczególnie przydatny wydaje się być wymiar kolektywizmu – indywidualizmu. W krajach kolektywnych decyzje podejmuje się gremialnie, jednostki mają poczucie, że są częścią grupy i ta daje im ochronę w zamian za lojalność, gospodarka opiera się na interesach zbiorowych, styl kierowania zaś na zarządzaniu grupą. W krajach o kulturze indywidualistycznej samorealizacja jest głównym celem poszczególnych jednostek, każdy jest niezależny i kieruje się w życiu własnym interesem, kierowanie w organizacjach opiera się na zarządzaniu jednostkami, wynagradza się jednostki, decyzje podejmuje się

⁵ P. Zbieranowski, P. Węclawska, A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota, M. Bratnicki, *General Entrepreneurship*, „Monitor Polska” 2011, Wydawnictwo Naukowe Instytutu Technologii Eksploatacji, Warszawa 2012, s. 16–17.

⁶ K. Kostro, op.cit., s. 35.

⁷ G. Hofstede, G.J. Hofstede, M. Minkov, *Kultury i organizacje*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 78–85.

indywidualnie. Kultura indywidualistyczna wzmacnia cele związane z dążeniami i aspiracjami, kultura kolektywna z powinnościami⁸.

Okazuje się, że indywidualizm i kolektywizm kulturowy może wiązać się z zachowaniami inwestycyjnymi⁹. Te mogą mieć charakter promocyjny (orientacja na zysk) lub prewencyjny (unikanie strat). Osoby należące do różnych kultur różnie postrzegają ryzyko konkretnych inwestycji. Chińczycy jako przedstawiciele kultury kolektywnej w mniejszym stopniu obawiają się ryzyka niż Polacy (znajdujący się w centrum wymiaru kolektywizm – indywidualizm), Niemcy czy Amerykanie. To właśnie Amerykanie (przedstawiciele kultury indywidualistycznej) w badaniach E.U. Weber i C. Hsee'ego postrzegali prezentowane opcje inwestycyjne jako najbardziej ryzykowne. Wynika z tego, że jednostki w kulturze kolektywistycznej przejawiają niższy opór przed ryzykiem w inwestowaniu, gdyż społeczność dostarcza im wsparcia finansowego w razie potrzeby¹⁰. Do podobnych wniosków doszła N. Mandel, która badała skłonność do ryzyka inwestycyjnego i społecznego wśród konsumentów w zależności od ich inklinacji kolektywnych bądź indywidualistycznych¹¹. Nie brak jednak wyników badań mówiących, że postawy indywidualistyczne, z którymi wiąże się wysoka potrzeba osiągnięć, generują skłonność do ryzykownych zachowań, np. w sferze przedsiębiorczej¹².

Zastanawiając się nad narodowymi kulturami ekonomicznymi, nie sposób pominąć analizy R. Gestelanda, który badając style uprawiania biznesu w różnych krajach opisał odmienności kulturowe pozwalające wyróżnić kultury protransakcyjne (gotowość do robienia interesów z obcymi) i propartnerskie (ostrożność w kontaktach z obcymi, dochodzenie do interesów wymaga czasu i zaznajomienia z partnerami); nieceremonialne (egalitarne) i ceremonialne (hierarchiczne); monochromiczne (ważna jest punktualność i przestrzeganie harmonogramu) i polichromiczne (punktualność nie jest ważna, liczą się ludzie i relacje); ekspresyjne (mały dystans między ludźmi, wyrazista ekspresja w mowie i gestykulacji) i powściągliwe. I tak: Niemcy, Wielka Brytania, Dania czy Holandia to kultury umiarkowanie protransakcyjne, ceremonialne,

⁸ A. Lee, J. Aaker, W. Gardener, *The pleasures and pains of distinct self-construals: the role of interdependence in regulatory focus*, "Journal of Personality and Social Psychology" 2000, No. 78, s. 1122–1134.

⁹ A.M. Zawadzka, I. van Buuren, *Wybory inwestycyjne w sytuacji sukcesu i porażki – porównanie międzykulturowe na przykładzie grupy polskiej i holenderskiej*, w: M. Goszczyńska, M. Górnik-Durose, op.cit., s. 155–157.

¹⁰ E.U. Weber, C. Hsee, *Cross-cultural differences in risk perception but cross-cultural similarities in attitudes toward perceived risk*, "Management Science" 1998, No. 44(9), s. 1205–1217.

¹¹ N. Mandel, *Shifting selves and decision making*, "Journal of Consumer Research" 2003, No. 30(1), s. 30–40.

¹² S. Kołodziej, M. Goszczyńska, *Kulturowe uwarunkowania skłonności do ryzyka osób przedsiębiorczych*, w: *Psychologia zachowań konsumenckich. Konceptje, badania, praktyka*, red. M. Goszczyńska, R. Studenski, Wydawnictwo Akademickie ŻAK, Warszawa 2006, s. 194–215.

monochromiczne i powściągliwe, a Japonia, Chiny, Południowa Korea to kultury pro-partnerskie, ceremonialne, monochromiczne, powściągliwe. Rosja i Polska należą do kultur umiarkowanie pro-partnerskich, ceremonialnych, polichromicznych, o niestałej ekspresyjności¹³. Podobnych klasyfikacji kultur i analogicznych analiz jest więcej. Wiedza na temat różnic międzykulturowych jest kluczowa dla efektywnego prowadzenia biznesu międzynarodowego i dla komunikacji międzykulturowej.

2. Metodologia i wyniki analizy

W celu zweryfikowania postawionej hipotezy o różnicach w podejściu do inwestowania pomiędzy przedstawicielami różnych narodowości, przeanalizowano zachowania inwestycyjne uczestników międzynarodowego konkursu organizowanego przez firmę X-Trade Brokers w 2014 r. Celem inwestorów było wypracowanie jak najwyższej stopy zwrotu podczas trwającej 25 dni gry inwestycyjnej. W jej trakcie mogli oni wykorzystywać dowolne kontrakty CFD na aktywa notowane na rynku FOREX. Jako że konkurs miał charakter międzynarodowy oraz oferowane instrumenty i warunki transakcyjne były równo dostępne, jednakowe dla wszystkich uczestników, możliwe jest dokonanie porównania wyników inwestycyjnych uczestników z uwzględnieniem parametrów dokonywanych transakcji. Dla potrzeb badania pozyskano następujące parametry charakteryzujące postępowania inwestorów:

- kraj pochodzenia uczestnika – jako konieczny wyróżnik dla potrzeb podjętych rozważań,
- liczbę lotów (jednostek) zaangażowanych w transakcje na poszczególnych instrumentach (wraz z procentową strukturą) – pozwala to na analizę strategii inwestycyjnej, w myśl że czym większa dźwignia, tym bardziej ryzykowne działania inwestycyjne,
- liczbę transakcji na poszczególnych instrumentach (wraz z procentową strukturą) – sam charakter instrumentów jest dobrym wyznacznikiem tego, czy inwestuje się bezpiecznie czy agresywnie. Jednakże problem tkwi w technicznej obróbce danych i uchwyceniu wiarygodnego trendu. Skoncentrowano się na analizie udziału danych instrumentów w ogóle transakcji i pokazano, jak inwestorzy pogrupowani wg narodowości zajmowali pozycje na określonych instrumentach,
- średni czas utrzymania pozycji na poszczególnych instrumentach – będzie świadczył o uleganiu lub nie skrzywieniom behawioralnym,

¹³ K. Kostro, op.cit., s. 38.

- średni czas utrzymania pozycji/transakcji,
- średni czas utrzymania pozycji/transakcji zyskowych,
- średni czas utrzymania pozycji/transakcji stratnych.

Wybór tych zmiennych wiązał się z realizacją celu badania, czyli znalezieniem różnic pomiędzy grupami inwestorów podzielonych wg narodowości a pojemnością informacyjną pozyskanych danych. Chciano pokazać istnienie obiektywnych przesłanek mówiących o tym, iż uwarunkowania kulturowe w poszczególnych krajach powodują konkretne zachowania inwestorów, czyli że inwestorzy z określonych krajów są bardziej predysponowani do inwestowania ze względu na występowanie określonych cech.

Po ekstrakcji niezbędnych danych dokonano ich obróbki statystycznej, stosownego grupowania oraz poddano testom mającym na celu weryfikację postawionej hipotezy.

3. Wyniki badań

Wykonane analizy pozwoliły na stworzenie kilku zestawień cech dokonywanych transakcji przez uczestników konkursu różnych narodowości. Zdaniem badaczy, płynące z nich informacje będą potwierdzać postawioną hipotezę, choć wnioski dotyczące wszystkich analizowanych parametrów nie zawsze są jednoznacznie zbieżne. Najważniejsze wyniki analiz załączono w tabelach 1 i 2 oraz załączniku 1.

Tabela 1. Czas przetrzymywania pozycji (w dniach)

Transakcje stratne		Transakcje zyskowe	
Narodowość inwestora	Średni czas	Narodowość inwestora	Średni czas
Rumunia	0,991	Słowacja	0,472
Turcja	0,977	Polska	0,452
Czechy	0,909	Węgry	0,422
Polska	0,896	Czechy	0,415
Węgry	0,865	Portugalia	0,399
Słowacja	0,786	Rumunia	0,397
Portugalia	0,686	Turcja	0,369
Hiszpania	0,597	Hiszpania	0,358
Francja	0,561	Niemcy	0,280
Niemcy	0,510	Francja	0,268
Średnio w konkursie	0,779	Średnio w konkursie	0,409

Źródło: Opracowanie własne.

Analizując czas utrzymywania otwartych pozycji, badacze wychodzą z założenia, że dłuższy czas przetrzymania transakcji świadczy o wyższym stopniu akceptacji zmienności ceny danego waloru, a więc także o wyższym ryzyku związanym z daną transakcją. Specyfika rynku FOREX, na którym dokonywanym inwestycjom towarzyszy wysoki stopień dźwigni finansowej, wymusza na inwestorach relatywnie szybkie decyzje. Możliwość bardzo szybkiego zysku, lecz również straty całego kapitału w ciągu kilku minut, w wyraźny sposób determinuje podejście do tego rynku przez jego uczestników. Odnosząc się do danych tabeli 1 zauważymy, że średnia długość transakcji na analizowanym rynku nigdy nie przekraczała jednego dnia, a często była o wiele krótsza. Warto również zwrócić uwagę na dużą rozbieżność pomiędzy czasem utrzymywania transakcji stratnych i zyskowych, która informuje o bardzo ważnym i często spotykanym efekcie występującym wśród inwestorów, jakim jest efekt predyspozycji. Dla dokładnego przedstawienia różnic w czasie utrzymania transakcji zyskowych i stratnych zaobserwowanych w próbie badawczej wykonano zestawienie w tabeli 2.

Tabela 2. Różnica w czasie przetrzymywania pozycji zyskowych i stratnych (w dniach)

Narodowość inwestora	Różnice pomiędzy czasem przetrzymywania pozycji stratnych i zyskowych
Turcja	0,608
Rumunia	0,594
Czechy	0,494
Polska	0,444
Węgry	0,443
Słowacja	0,314
Francja	0,293
Portugalia	0,287
Hiszpania	0,239
Niemcy	0,230
Średnio	0,370

Źródło: Opracowanie własne.

Wspomniany efekt predyspozycji mówi o tym, iż inwestor, który jako istota emocjonalna nie kieruje się jedynie obiektywnymi przesłankami w dokonywaniu decyzji, stara się poprzez swoje decyzje budować jak najbardziej pozytywny obraz swojej osoby przed samym sobą. Powoduje to zachowania w pełni potwierdzone niniejszym badaniem. Uczestnicy konkursu relatywnie szybko zamykają pozycje zyskowe, tak aby wypracowanym zyskiem budować swoje ego, są za to niechętni do realizowania strat, wychodząc z założenia, że dopóki transakcja jest otwarta, to wszystko może się

odmienić i dotychczasowe straty nie muszą stać się faktem. W ten sposób przekładają oni własne umiejętności, a co ważniejsze, pogłębiają osiągnięte straty. Efekt predyspozycji jest ważnym aspektem inwestowania i można nim zarządzać, podobnie jak innymi błędami poznawczymi, poprzez stosowną edukację oraz samokontrolę. Należy więc zauważyć, że duże rozbieżności w tym zakresie pomiędzy przedstawicielami narodowości, wykazane w tabeli 2, pokazują istotnie różne podejście poszczególnych nacji do zarządzania zarówno swoimi finansami, jak i emocjami. Jak wykazały analizy, największy efekt predyspozycji widać wśród Turków, którzy transakcje stratne potrafią trzymać średnio ponad pół dnia dłużej niż transakcje zyskowe. Uwzględniając wcześniej opisaną specyfikę rynku FOREX należy stwierdzić, iż ryzyko związane z utrzymaniem transakcji o kilka godzin dłużej zmienia się w sposób kategoryczny. Z drugiej strony, efekt ten najmniej zauważalny jest wśród Niemców, gdzie rozbieżność wynosi nieco ponad 0,2 dnia, czyli efekt ten jest trzy razy słabszy niż w Turcji.

Dodatkowo, konfrontując te wnioski z samym średnim czasem utrzymania otwartych pozycji, należy zauważyć, że ich ogólna długość jest istotnie różna wśród analizowanych nacji. Tak też, pomijając sam efekt predyspozycji, widzimy wyraźnie, iż sama skłonność do otwierania dłuższych lub krótszych pozycji rozróżnia narodowości względem siebie. Łatwo zauważyć, że wśród badanych narodowości najmniejszą skłonnością do ryzyka charakteryzują się Niemcy, zarówno pod kątem średniego czasu transakcji oraz uwzględniając badany efekt predyspozycji. Potwierdza to niejako pewien stereotyp myślenia o tym narodzie jako o ludziach chłodnych i metodycznych. Z drugiej strony, kraje nacechowane wyższą skłonnością do ryzyka to Turcy, Rumuni i Czesi. Uzyskane rezultaty korespondują z wynikami badań nad poziomem lęku przed niepowodzeniem w biznesie w krajach europejskich. Wynika z nich, że wskaźnik strachu przed porażką w wymienionych krajach (Niemcy, Turcja, Rumunia, Czechy) jest różny. Najbardziej obawiają się niepowodzenia (straty) Niemcy, a najmniej Turcy¹⁴. Z innych analiz również wynika, że Niemcy w sprawach finansowych są konserwatywni i mało skłonni do podejmowania ryzyka. Ich stosunek do pieniędzy jest ambiwalentny, pieniądź nie jest celem, ale środkiem, który zapewnia sprawne działanie całokształtu biznesowych posunięć. Niemców charakteryzuje niechęć do ryzyka i spekulacji finansowych. W ogóle, w kulturach o silniejszym niż średnie unikaniu niepewności, do których zalicza się Niemcy, potrzeby bezpieczeństwa czy zabezpieczenia zdecydowanie przewyższają inne. Stąd u Niemców duża niechęć w odniesieniu do wszelkich ryzykownych i spekulacyjnych przedsięwzięć¹⁵.

¹⁴ A. Tarnawa., P. Zbieranowski, P. Zadura-Lichota, M. Nieć, op.cit., s. 18.

¹⁵ D. Majewska-Bielecka, *Wielokulturowy aspekt skłonności do ryzyka*, „Zeszyty Naukowe ZPSB Firma i Rynek” 2012, nr 1, s. 100–101.

Dodatkowo, w trakcie analiz danych konkursowych, badano strukturę aktywów, które były obiektem zainteresowania uczestników konkursu. Badacze stwierdzili, iż w tym zakresie również występują pewne prawidłowości. Przede wszystkim istnieją instrumenty, które są atrakcyjne i często wybierane przez wszystkie nacje biorące udział w konkursie. W grupie tej są kontrakty na złoto, parę walutową EUR/USD oraz indeks DE.30. Te trzy instrumenty pod względem wolumenu były najczęściej wybierane przez wszystkie narodowości. Przy tym równocześnie istnieją instrumenty, które są wybierane praktycznie tylko i wyłącznie przez inwestorów z danego kraju. Są nimi główne indeksy giełd danego kraju oraz pary walutowe uwzględniające krajowy pieniądz danego inwestora. Takie zachowanie inwestorów zdaje się nie zaskakiwać, ale trzeba zauważyć, że stanowi ono o pewnym charakterystycznym aspekcie inwestowania, jakim jest swoisty nacjonalizm w doborze instrumentów finansowych.

Podsumowanie

W perspektywie otrzymanych wyników należy stwierdzić, że inwestorzy z różnych krajów różnią się między sobą stylem inwestowania, który jest określany przez skłonność do ryzyka, będącą jedną z podstawowych cech rozróżniających inwestorów na rynku giełdowym. Analiza opierająca się na stwierdzeniu wielkości efektu predyspozycji wśród różnych nacji, jak i ich ocena przez pryzmat długości zawieranych transakcji, wskazują, iż inwestorami najbardziej ryzykownymi są Turcy i Rumuni, zaś najbardziej ostrożnymi Niemcy i Hiszpanie. Zdaniem autorów, przyczynami tego zjawiska w znaczącej mierze są uwarunkowania kulturowe rozumiane przez pryzmat różnego położenia geograficznego, historii, temperamentu narodu, systemu państwowego oraz szeroko pojętego podejścia obywateli do świata. Autorzy zdają sobie również sprawę z tego, że udowodnienie jednoznacznego powiązania pomiędzy kulturą danej społeczności a preferencjami inwestycyjnymi może być bardzo trudne, a wręcz niemożliwe, lecz zaprezentowana analiza, jak również przytoczone dotychczasowe wnioski wypracowane przez badaczy światowych, wyraźnie pokazują, iż poszukiwana koneksja może być jak najbardziej prawdziwa.

Oczywiście badanie nie wyczerpuje poruszonego problemu naukowego, bowiem istnieje wiele wątpliwości, takich jak przełożenie zachowań konkursowych na realne inwestycje, reprezentatywność badanej grupy względem całego narodu lub jednoznaczność przełożenia inwestycji na rynku FOREX na inne segmenty rynku. Jednak ze względu na złożoność postawionego problemu, a także liczne przeszkody w formułowaniu jednoznacznych wniosków, badania na pograniczu finansów i psychologii

stanowią wyzwanie dla naukowców, poszukujących modeli czy wzorców opisujących realny świat finansów. Zdaniem badaczy, zaprezentowane wnioski stanowią pewien wstęp do szerszych analiz, w których mają oni nadzieję rozwiewać kolejne wątpliwości i problemy związane z podjętymi rozważaniami.

Bibliografia

- Arslan M., *The work ethic values of protestant British, catholic Irish and Muslim Turkish managers*, "Journal of Business Ethics" 2001, No. 31(4).
- Domurat A., Szczepańska D., Żurek K., *Przedsiębiorczość a protestancka etyka pracy*, w: M. Goszczyńska, M. Górnik-Durose, *Psychologiczne uwarunkowania zachowań ekonomicznych*, Difin, Warszawa 2010.
- Hofstede G., Hofstede G.J., Minkov M., *Kultury i organizacje*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Kołodziej S., Goszczyńska M., *Kulturowe uwarunkowania skłonności do ryzyka osób przedsiębiorczych*, w: *Psychologia zachowań konsumenckich. Koncepcje, badania, praktyka*, red. M. Goszczyńska, R. Studenski, Wydawnictwo Akademickie ŻAK, Warszawa 2006.
- Kostro K., *Zagadnienia kulturowe w ekonomii*, „Gospodarka Narodowa” 2009, nr. 3.
- Lee A., Aaker J., Gardener W., *The pleasures and pains of distinct self-construals: the role of interdependence in regulatory focus*, "Journal of Personality and Social Psychology" 2000, 78.
- Majewska-Bielecka D., *Wielokulturowy aspekt skłonności do ryzyka*, „Zeszyty Naukowe ZPSB Firma i Rynek” 2012, 1.
- Mandel N., *Shifting selves and decision making*, "Journal of Consumer Research" 2003, No. 30(1).
- Tarnawa A., Zbieranowski P., Zadura-Lichota P., Nieć M., *General Entrepreneurship Monitor Polska 2011*, Wydawnictwo Naukowe Instytutu Technologii Eksploatacji, Warszawa 2012.
- Weber E.U., Hsee C., *Cross-cultural differences in risk perception but cross-cultural similarities in attitudes toward perceived risk*, "Management Science" 1998, 44(9).
- Zawadzka A.M., van Buuren I., *Wybory inwestycyjne w sytuacji sukcesu i porażki – porównanie międzykulturowe na przykładzie grupy polskiej i holenderskiej*, w: M. Goszczyńska, M. Górnik-Durose, *Psychologiczne uwarunkowania zachowań ekonomicznych*, Difin, Warszawa 2010.
- Zbieranowski P., Węclawska P., Tarnawa A., Zadura-Lichota P., Bratnicki M., *General Entrepreneurship*, „Monitor Polska” 2011, Wydawnictwo Naukowe Instytutu Technologii Eksploatacji, Warszawa 2012.

Załącznik 1. Średni czas przetrzymywania aktywów przez inwestorów z poszczególnych

Podział	Niemcy	0,372	Hiszpanie	0,450	Francuzi	0,367	Węgrzy	0,555	Polacy
	EU50	3,198	EURRON	2,333	ITA40	2,598	EURCZK	2,465	EURRON
			EURHUF	2,104			COPPER	2,077	SUGAR
							EURHUF	2,040	
do 2,0	FRA40	1,977	SILVER	1,212	EURGBP	1,585	NZDUSD	1,245	COPPER
	EURHUF	1,964	SUGAR	1,198	NZDUSD	1,222	USDPLN	1,242	EURCZK
	SILVER	1,961	COPPER	1,150	SILVER	1,220	EURGBP	1,105	SILVER
	US500	1,909	USDTRY	1,027	COPPER	1,045	USDJPY	1,094	W20
	EURJPY	1,739			SUGAR	1,033	USDCHF	1,091	USDTRY
	COPPER	1,297					USDTRY	1,007	USDCHF
	ITA40	1,061							FRA40
									UK100
									ITA40
do 1,0	SUGAR	0,906	EURCZK	0,972	USDCAD	0,787	GBPJPY	0,995	EURHUF
	US30	0,878	USDCHF	0,900	GOLD	0,724	OIL.WTI	0,894	USDPLN
	GOLD	0,691	EURGBP	0,807	USDJPY	0,623	SUGAR	0,866	EU50
	OIL.WTI	0,662	USDPLN	0,790	UK100	0,612	SILVER	0,806	GOLD
	COFFEE	0,627	GOLD	0,748	US500	0,601	USDCAD	0,771	SPA35
	SPA35	0,506	AUDUSD	0,719	W20	0,567	GOLD	0,716	USDJPY
			USDJPY	0,680	OIL.WTI	0,557	EURRON	0,676	OIL.WTI
			NZDUSD	0,680	USDTRY	0,532	GBPUSD	0,619	COFFEE
			GBPJPY	0,660	USDCHF	0,521	SPA35	0,588	AUDUSD
			COFFEE	0,613	GBPJPY	0,504	EU50	0,576	GBPJPY
			W20	0,597			EURUSD	0,548	USDCAD
			EURJPY	0,584					EURJPY
			EURUSD	0,572					US100
			USDCAD	0,552					NZDUSD
			ITA40	0,545					EURUSD
			EU50	0,507					US500
do 0,5	EURGBP	0,491	OIL.WTI	0,450	US30	0,485	COFFEE	0,492	US30
	GBPJPY	0,426	US500	0,438	EURUSD	0,456	US100	0,464	EURGBP
	USDJPY	0,396	GBPUSD	0,438	EURJPY	0,448	AUDUSD	0,459	GBPUSD
	USDPLN	0,305	US30	0,430	GBPUSD	0,408	US500	0,427	DE30
	USDTRY	0,304	SPA35	0,363	FRA40	0,401	US30	0,411	
	EURUSD	0,271	US100	0,356	AUDUSD	0,388	W20	0,380	
	USDCAD	0,251	FRA40	0,331	COFFEE	0,292	EURJPY	0,337	
	USDCHF	0,240	UK100	0,204	EURCZK	0,255	FRA40	0,241	
	GBPUSD	0,234	DE30	0,147	US100	0,244	DE30	0,195	
	W20	0,220			SPA35	0,235	UK100	0,025	
	AUDUSD	0,211			EU50	0,198	ITA40	0,007	
	DE30	0,162			DE30	0,117			

Źródło: Opracowanie własne.

The Effectiveness of the Investment and the Nationality of the Investor

The aim of this article is to describe the differences between the investors of different nationalities that have participated in an international competition. The following hypothesis was tested: do investors of different nationalities differ from one another in their style of investing? The conducted analysis confirmed that investors of different nationalities have different understanding and sense of risk.

Keywords: investing, investor characteristics, the effect of predisposition

L'efficacité de l'investissement et de la nationalité de l'investisseur

Le but de cet article est de décrire les différences parmi les investisseurs de nationalités différentes qui ont participé à une compétition internationale. L'hypothèse suivante a été testée: les investisseurs de différentes nationalités diffèrent-ils les uns des autres dans leur style d'investir. L'analyse effectuée confirme que les investisseurs de nationalités différentes ont la compréhension et le sens de risque différents.

Mots clés: l'investissement, les caractéristiques des investisseurs, l'effet des prédispositions

Эффективность инвестиций и национальность инвестора

Цель этой статьи заключается в описании различий между инвесторами разных национальностей. Авторы выдвинули гипотезу, что инвесторы разных национальностей отличаются между собой стилем инвестирования. Результаты анализа подтвердили, что у инвесторов разных национальностей разное понимание и чувство опасности.

Ключевые слова: инвестиции, характеристика инвестора, эффект предрасположенности