

СКЛОННОСТТА КЪМ КОГНИТИВЕН ДИСОНАНС И НЕЙНОТО ПРОЯВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

гл. ас. д-р Боян Иванчев
УНСС, катедра „Икономикс“

***Резюме:** Когнитивният дисонанс е една от най-сложните психологически склонности в нашия живот и една от най-влиятелните теории в социалната психология. Това е когнитивна психологическа склонност, която се появява когато новополучена информация и нейната когнитивна обработка навлезе в конфликт с нашите предишни вярвания или когато нашето поведение не е в синхрон с вътрешните ни атитюди и като резултат предизвиква появата на противоположни когниции. В тази научна статия ще покажа как и защо психологическия механизъм на когнитивния дисонанс може да предизвика погрешни инвестиционни решения на финансовите пазари и какви биха могли да бъдат резултатите от тях.*

***Ключови думи:** когнитивен дисонанс; инвестиционни грешки; финансови пазари; ирационални инвеститори.*

COGNITIVE DISSONANCE AND ITS EVIDENCES ON THE FINANCIAL MARKET

Chief Assistant Boyan Ivantchev, Ph.D.

University of National and World Economy, Department of Economics

***Abstract:** One of the most important and complex psychological biases in our lives and one of the most influential theories of social psychology is cognitive dissonance. This is a cognitive psychological bias that appears when newly received information and its cognitive processing is in conflict with our previous beliefs or when our behavior is not inline to our inner attitudes and as a result causes the emergence of opposing cognitions. Here in this paper, we will explain how and when psychological mechanism of cognitive dissonance may cause wrong investment decisions on the financial markets and what might be the result of such wrong investment decisions.*

***Keywords:** Cognitive dissonance; Investment mistakes; Financial markets; Irrational investors.*

Една от най-важните психологически склонности в нашия живот и една от най-влиятелните теории на социалната психология е когнитивния дисонанс (*cognitive dissonance*). Това е когнитивна психологическата склонност, която се появява тогава - когато нашето поведение не съвпада и е в разрез с вътрешните ни нагласи (*attitudes*) и предизвиква противоположни когниции или възниква когато новополучена информация е в конфликт с предварително съществуващите ни разбирания. Когнициите, в психологията, представляват атитюдите, емоциите, вярванията или ценностите. След възникване на противоположните когниции, ние хората, започваме да

изпитваме отрицателно усещане и психологически дискомфорт наречен когнитивен дисонанс. Психологическият дискомфорт се изразява и усеща като чувство за срам, вина и терзание дали сме направили правилен избор, усещане за непригодност към конкретната ситуацията, и наличие на противоположни когниции в един и същи период от време. Когнитивният дисонанс обхваща психологическия процес и механизъм на човешката реакция, който произтича, докато човешките индивиди се опитват да хармонизират когнициите си и следователно да облекчат появилия се ментален дискомфорт. За да бъдем по-ясни нека представим един пример и ситуация от ежедневието за процеса на възникване на когнитивен дисонанс. Когато един страстен пушач продължава да пуши цигари (поведение), знаейки, че пушенето може да предизвика раково заболяване (когниция), тогава той изпитва терзание от дисхармонията между поведение – когниция (знание, информация). За да преодолее душевното терзание този пушач смирява в себе си възникналия конфликт по един от следните начини: той започва да се самоубеждава, че пушейки цигари намалява нивото си на стрес и подобрява своята концентрация или, че в края на краищата пушенето не е чак толкова вредно за здравето му (Fotuhi, et al., 2013) въпреки, че широко достъпни и известни са данните и информацията за съдържанието на цигареният дим, който съдържа над 4 800 химични съединения, най-опасните, сред които, са никотин (стеснява кръвоносните съдове и учестява сърдечната дейност); въглероден монооксид (отнема част от кислорода в еритроцитите); катрани (отлагат се в белите дробове и предизвикват рак). Широко известни и достъпни са данните на Световната здравна организация (СЗО), че в резултат на тютюнопушене годишно умират около 8 млн. души в целия свят.

Когнитивният дисонанс е описан за първи път от Леон Фестингер в "Теория на когнитивния дисонанс" в средата на миналия век (Festinger, 1957, 1962, 1964). Според теорията на Фестингер когнитивният дисонанс, може, но не е задължително да се прояви. Появата му зависи от три фактора: броят на наличните хармонични елементи; броят на дисхармоничните елементи; от важността на всеки един от тези елементи за конкретния човек. Възникването на когнитивен дисонанс може да бъде предизвикано и от нова информация или знание, когато те навлизат в конфликт с предварително съществуващи вярвания, разбирания и познание. След широкоразпространения и много често срещан пример с пушачите в България, нека да представим и ситуацията свързана с любителите на алкохола. Изследване на СЗО (WHO, 2014: 48) показва, че през 2012 г. над 3,3 милиона души или 5,9% от всички починали хора на земята, умират в резултат на употреба на алкохол. Когато тази статистически вярна информация става достъпна за любителите на алкохола и те я осъзнаят, то у тях възниква състоянието на когнитивен дисонанс, предизвикан от наличие на противоположни когниции в един и същи период от време. Какво се случва след като при индивидите възникне състоянието на когнитивен дисонанс и какви психологически механизми се активират в следствие на това? Преодоляването и избягването на състоянието на душевна дисхармония е заложено при човешките индивиди като вътрешен психологически подтик и инстинкт, който удържа всички наши вътрешни нагласи (*attitudes*) и нашето поведение в хармония. Този вътрешен психологически подтик е известен като принцип на когнитивна съгласуваност (*cognitive consistency*) (Abelson, 1968; Cooper, 2007; Gawronski and Strack, 2012). Принципът на когнитивната съгласуваност е много мощен мотиватор при хората за преодоляване на несъвместимостта и конфликта

между поведение – когниция, чрез игнориране, отхвърляне на новата информация или нейното реинтерпретиране (Harmon-Jones, Eddie and Judson Mills, 1999) или реструктуриране на собственото им поведение и/или на мислите и вярванията с цел постигане отново на състояние на душевна хармония. За повечето любители на алкохола следствието ще бъде, че повечето от тях ще се опитат да игнорират изцяло новата и важна информация от СЗО, която навлиза в конфликт със собственото им поведение и убеждения. Някои от тях ще се фиксират и ще възхваляват единствено съдоразширяващото действие на алкохола с висока концентрация, а пък други ще изтъкват полезните свойства на червеното вино. Те няма да пожелаят да възприемат, че алкохолът влияе благотворно само в определени случаи и то при умерен прием до равностойността на 50 мл. концентрат дневно, и то не по-често от три пъти седмично. Едновременно с това тези индивиди ще игнорират абсолютно всички други доказателства за пагубното и вредно въздействие на алкохола върху физическото им и психическо състояние - дори с цената на собственото си здраве, за което повечето от нас българите, но и за повечето хора в целия свят, твърдят, че било най-ценното на света. Принципът на когнитивната съгласуваност ще накара друга част от любителите на алкохола да оправдаят вредния навик пред себе си чрез реструктуриране на вярванията си. Това е възможно да се случи като пуснат в обръщение славната история за здравите наследствени родови гени от дядо им Цеко, който *"Закусваше с червено вино и вечеряше с гроздова ракия и доживя в добро здраве до 90 години"*. Така и в двата описани случая тези индивиди ще постигнат хармонизация на появилите се противоположни когниции от редовната употреба на алкохол и страха от преждевременна смърт, предизвикана от новата информация получена от научното изследване на СЗО.

Психолозите, на базата на многогодишни изследвания и експерименти, достигат до заключението, че ние хората често правим умствени рационализации - за да хармонизираме противоположните когниции с цел поддържане на психологическа стабилност и облекчаване на менталния дискомфорт. Обаче, когато хората модифицират поведението си или когнициите, за да постигнат когнитивна хармония, направените модификации често не са в техен интерес. Ние много рядко признаваме пред себе си, още по-малко пред външни хора, че сме направили грешен избор или сме взели грешно решение. Вместо да направим трудния, рационален избор, признавайки *"Да, алкохолът убива!"*, ние търсим оправдание – най-вече пред себе си и на второ място пред другите - за направените от самите нас погрешни решения и действия. Този модел на поведение е психологически много по-лесен, не изисква ментално усилие и води до избягване на отрицателното психологическо усещане - когнитивния дисонанс. По този начин укриваме от себе си истината и вместо да изберем рационалното мислене и пътя на познанието ние допускаме грешки, които могат да струват живота и щастието ни или пък допускаме икономически и финансови загуби, които могат в крайна сметка да резултират в загуба на всичките ни инвестирани средства и загуба на семейното богатство.

Когнитивният дисонанс и неговото проявление на финансовите пазари

Една от най-важните характеристики на финансовите пазари е че те са случайни и решенията се вземат в условията на риск и неопределеност, в условията на двусмислена и нееднозначна пазарна информация за търгуваните финансови активи и посоката на пазара. Винаги, когато се чувстваме принудени да изберем между алтернативи, а това се случва много

често, както в житейски, така и във финансово-икономически смисъл, със сигурност се появява известно усещане за психологически конфликт след акта на взетото решение. Това е така, защото реално вече избраната алтернативата често има недостатъци, докато отхвърлената алтернатива не е реална и има спасителни и едва ли не „идеални“ характеристики. Тези фактори поставят под въпрос увереността ни в правилността на конкретно взетото решение, свързано с избор между две алтернативи. Ангажиментът, който е индикатор на емоционално обвързване от страна на индивида към крайното решение, винаги предхожда появата на когнитивен дисонанс. Ако фактите предизвикват хода, към който субектът е емоционално обвързан, то тогава тези факти представляват емоционални заплахи. Поради психологическата тежест и терзания свързани с душевната дисхармония, повечето хора се опитват да избегнат ситуацията на когнитивен дисонанс, дори с цената на пренебрегване на потенциално съществена информация за правилното вземане на решение на финансовите пазари. Именно в областта на финансите съществуват модели (Drees and Eckwert, 2005), които обясняват как влиянието на когнитивния дисонанс предизвиква игнориране на новопостъпилата негативна или положителна пазарна информация и в резултат на това се стига до подценяване или надценяване на финансовите активи. По този начин ирационалното поведение на инвеститорите може да доведе до подценяване на риска на собствените инвестиции или на целия инвестиционен портфейл (Barberis, 2013; Venabou, 2015; Venabou et al., 2018). Неглижирането на риска от неправилно развитие на инвестициите намира много ясно потвърждение в това, че инвеститорите предпочитат да не променят експозицията си в инвестиционни фондове, които имат по-ниска доходност от сравнимите с тях, дори и при продължителен период с по-ниска доходност. Това е така защото те трябва да признаят пред самите

себе си, че в миналото са направили неправилно инвестиционно решение. А това е болезнено и повечето от нас биха предпочели другите да им кажат, че са сгрешили, отколкото сами пред себе си да признаят грешното си инвестиционно решение. По този начин потвърждават влиянието на когнитивния дисонанс върху техните инвестиционни решения и стратегия (Goetzmann and Peles, 1997). Такова ирационално поведение в резултат на влиянието на психологическата склонност когнитивен дисонанс е критично важно и може да има за резултат големи загуби на финансовите пазари и при управление на активи – не само от индивидуални но и от институционални инвеститори. Ирационалното поведение на инвеститорите повлияни от тази склонност резултира в поредица от погрешни инвестиционни решения и действия, които задължително ще бъдат повтаряни и в бъдеще. Тези грешки ще бъдат повтаряеми не само на финансовите пазари но и при различни икономически и житейски ситуации и решения.

Когнитивният дисонанс и погрешни решения на финансовите пазари

Както описахме по-горе, ирационалният инвеститор не желае да признае пред себе си допуснатата грешка. Поради това този тип участници на финансовите пазари могат дълъг период от време да задържат губещи финансови активи в инвестиционния си портфейл, защото изпитват страх, че ако си признаят допуснатата грешката и затворят губещите позиции, е възможно да загубят собственото си самоуважение и вяра в правилността на своите решения. Този страх от загуба на вяра и увереност за вземаните инвестиционни решения може да бъде толкова силен и мощен, че да направи немислима продажбата на губещите финансови активи. Този страх може да повлияе на инвестиционната стратегия на инвеститора така, че да бъде

невъзможно прилагането на стоп лос лимити (ограничаване на загубата на отворена позиция) когато пазарната посока бъде противоположна на първоначалната инвестиционна идея. При такава пазарна и инвестиционна ситуация, ирационалните инвеститори, които са под влиянието на когнитивния дисонанс могат да преизобретяват и реинтерпретират случващото се на пазара и случващото се с тяхната конкретна позиция само и само да не признаят грешката си. Те могат да се самоубедят, че *„В момента нямам нужда от ликвидност и пари в брой, така че няма да продавам губещата позиция”* или че *„Животът е пред нас, а пазарите са вечни и позицията един ден ще стане печеливша”* и така да елиминират възникналия когнитивен дисонанс. Поради тези причини вредното влияние на когнитивния дисонанс може да доведе до сериозно забавяне на продажбата на губещи активи и инвестиции и тяхната принудителна продажба в най-лошия пазарен момент - когато се изисква марджин кол за отворената позиция и търговецът е принуден да затвори позицията или пък инвеститорът има нужда от моментална ликвидност, а пазарната цена на финансовия актив точно в този момент е стигнала до най-ниското си ниво. Поради това, задържането на губещи финансови активи и неприлагането на стоп лос лимити за ограничаване на загубите директно може да предизвика финансов крах на инвеститора.

Следващата много популярна грешка сред инвеститорите, които са под влиянието на когнитивния дисонанс е във връзка със задържането на активи, които показват по-ниска доходност и не толкова добра перспектива в сравнение с финансови инструменти от същия пазарен сегмент с еднакъв или сходен инвестиционен рейтинг, риск и ликвидност. Те не желаят да осмислят, че положителният пазарен тренд и отношение на инвеститорите към печелившия през изминали периоди финансов инструмент, неговите

корпоративни и/или пазарни перспективи вече не са толкова добри или вече са приключили. Този тип поведение е дори още по-разпространен и упорит от задържането на губещи финансови активи. Това е така поради факта, че всъщност инвеститорите не реализират конкретна загуба а просто имат загуба на алтернативен доход от алтернативен инвестиционен инструмент. Поради това този тип ирационални инвеститори дългосрочно задържат пониско доходните активи, вместо да реструктурират инвестиционния си портфейл и да ги заменят с по-доходни, алтернативни финансови инструменти. Пример за противодействие на когнитивния дисонанс в тази му форма са действията на инвеститора Уорън Бъфет, който продаде целия си портфейл на стойност от около 4 млрд. щ. д. в американски авиокомпания. Това беше направено през май 2020 г. и Уорън Бъфет казва по този повод: „*Когато ние продаваме, продаваме цялата позиция, а не я подкастряме.*“¹ След този период има, разбира се, частично възстановяване на цените на авиокомпаниите в САЩ, но то е значително по-бавно от другите инвестиционни възможности, които водят до по-висока средна доходност за инвестиционния портфейл на инвеститора Бъфет. По-долу показваме развитието и движението на индекса DJIA срещу движението и развитието на цените на една от продадените от Бъфет компании - United Airlines Holdings, Inc. Можем да видим, че всъщност за период от 1 година към 08.12.2020 г. доходността на DJIA е положителна в размер на 7.33%, а тази на авиокомпанията United, въпреки че частично се възстановява от големия пазарен спад по време на корона вирус паниката, е все пак отрицателна за същия този период в размер на - 44.64%.

¹ <https://www.cnbc.com/2020/05/02/warren-buffett-says-berkshire-sold-its-entire-position-in-airlines-because-of-the-coronavirus.html>

United Airlines Holdings, Inc. (UAL) ☆
NasdaqGS - NasdaqGS Real Time Price. Currency in USD
49.04 -0.16 (-0.33%) **49.89** +0.85 (1.73%)
At close: December 8 4:00PM EST Before hours: 4:08AM EST



Отново виждаме как когнитивният дисонанс може да накара инвеститорите да се оплетат в множество различни самоубеждения, обяснения и поведение с цел да избягат от осмисляне на новата информация, която противоречи на по-рано взето инвестиционно решение – само и само за да не почувстват душевна дисхармония. Тези погрешни инвестиционни действия имат пълния потенциал да се превърнат в правило и в бъдеще и по този начин ирационалните инвеститори да продължат да бъдат изложени на пагубното влияние на когнитивния дисонанс - вместо да се поучат от грешките си. Задържането на губещи и/или на активи, които имат по-ниска доходност от алтернативни такива като минимален ефект ще намалят дългосрочната доходност на инвестиционния портфейл а в определени случаи може да се стигне и до финансов крах на дадения ирационален инвеститор.

Влиянието на когнитивният дисонанс може да накара инвеститорите да повярват, че дадена пазарна ситуация е наистина различна в сравнение с

предходни такива. Множество финансови инвеститори се ориентират в понятието "надценени акции" с помощта на различни индикатори като цена/печалба, цена/счетоводна стойност и мн. други. В същото време, при определени пазарни ситуации или на определени пазарни сегменти те могат да си кажат че „Този път е различно” и да купуват силно надценени финансови активи. Не само да купят надценени акции а да ребалансират дори целия си инвестиционен портфейл, увеличавайки непропорционално теглото на такъв вид надценени финансови активи. По този начин множество инвеститори, закупили значително надценени акции в края на 90-те години на 20 в. по време на пазарния балон на технологични акции в САЩ, наречен *Dot-com Bubble* пренебрегват емпиричните доказателства, че обикновено силно надценените акции не дават по-добра възвръщаемост от релевантния пазарен или секторен бенчмарк-индекс. На графиката по-долу можем много ясно да видим какво е развитието на тези силно надценени активи след пазарния крах на технологичния индекс NASDAQ:



В следствие на влиянието на когнитивния дисонанс възниква модел на поведение, при който се увеличава експозицията във финансови активи, чиято пазарна цена е намаляваща. Когнитивният дисонанс принуждава ирационалните инвеститорите да увеличават абсолютната стойност на експозицията си във финансови активи, след като средната им стойност и относителното им тегло в инвестиционния портфейл са спаднали значително. Инвестирайки допълнителни пари в тези активи, те се опитват да препотвърдят правилността на по-рано взето от тях икономическо или инвестиционно решение. Този тип поведение е ясно изявено и при, някои професионални дилъри, които все още не са израснали в професията си. Те правят така нареченото *"Усредняване на позицията"* като инвестират допълнителни средства в актива със спадаща цена, радвайки се, че по този начин намаляват средната цена на общата експозиция, която според тях продължава да бъде перспективна и скоро ще се върне на предишните високи нива и тогава те ще спечелят допълнителен марж в следствие на усреднената позиция. Тези ирационални инвеститори и дилъри бягат от появата на нова когниция, която е срещуположна на първоначално взетото от тях решение и съответно ще доведе до поява на ментален дискомфорт. Те не успяват да анализират обективно допълнителните покупки и увеличаването на експозицията на базата на новата пазарна, макроикономическа и корпоративна информация за конкретния финансов актив. Не се замислят дали пазарната цена на инвестицията не спада, поради настъпили фундаментални промени за конкретния финансов актив, които чертаят дългосрочно негативни прогнози. Този тип инвестиционна грешка предизвиква дългосрочно по-ниска средна доходност на инвестиционния портфейл спрямо съответния инвестиционен бенчмарк. Така нареченото *"усредняване на позицията"* е една добре позната илюзия на не толкова

добрите дилъри, които могат да влошат резултатите на финансовите институции, за които работят, а при повечето непрофесионални инвеститори, това действие може да доведе и до значителни загуби на семейното богатство.

Как изглежда този механизъм при инвеститорите?

Когато губеща инвестиция трябва да бъде продадена, това може да предизвика у инвеститора толкова голямо безпокойство и тревога от възможността отново, някой ден, да притежава непечеливша позиция, че за него продажбата на губеща позиция да стане истински немислимо действие. Така когнитивният дисонанс, асоцииран с това, че е нарушил основно правило на инвестиционната стратегия и при управление на портфейли, изчезва. Някои инвеститори могат да претърпят многократни повторения на целия този процес на дисхармония и нейното разрешаване и впоследствие да станат безчувствени към собственото си безпокойство, като нулират ефектите на противопоставянето на поведението.

3. Промяна на възприятията на съответните действия. Потруден подход към разрешаването на когнитивния дисонанс е да се рационализира и деконструира действието довело до конфликт със собствените убеждения.

„В момента наистина не се нуждая от пари, така че няма да продавам губещата позиция.” Това е оправдание, което може да разреши когнитивния дисонанс и е също много опасен атитюд, който може да доведе до големи финансови загуби и трябва да бъде избягван.

Заключение.

За да се справим с мощното влияние на когнитивния дисонанс в нашето ежедневие и в процеса на вземане на икономически и финансови решения трябва да знаем, че той може да възникне всяка една секунда и при всяко едно наше решение в условията на алтернативи. Това знание ще ни даде възможност да сме подготвени и да очакваме възникването на когнитивния дисонанс, душевен дискомфорт и противоположната когниция. Когато бъдем подготвени за възникването на дисонанса ние има predisposition за неговото рационално разрешаване, без да се самозалъгваме, реинтерпретираме и изопачаваме всяка една новополучена информация, която не е в синхрон с нашите вярвания и предварителни нагласи. По този начин можем да бъдем по-добри финансови инвеститори и да избегнем повтарящите се ирационални действия в резултат на влиянието на когнитивния дисонанс.

Литература:

1. Abelson, R. P., (1968), *Theories of cognitive consistency: A sourcebook*. Chicago: Rand-McNally.
2. Barberis, N., (2013), *Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008*, *Financial innovation: too much or too little*, 15–28.
3. Benabou, R., (2015), *The economics of motivated beliefs*, *Revue d'conomie politique*, 125, 665–685.
4. Benabou, R., A. Falk, and J. Tirole, (2018), *Narratives, Imperatives and Moral Reasoning*, Tech. rep., Working Paper.
5. Cooper, J., (2007), *Cognitive dissonance: Fifty years of a classic theory*. London: SAGE.

6. Drees B. and Eckwert B., (2005) Asset Mispricing Due to Cognitive Dissonance, IMF Working Paper, IMF Institute, January 2005.
7. Festinger, L. (1957), A Theory of Cognitive Dissonance. California: Stanford University Press.
8. Festinger, L. (1962), Cognitive dissonance, *Scientific American*. 207 (4): 93–107.
9. WHO, Global status report on alcohol and health, 2014.
10. Festinger, L., (1964), Conflict, decision, and dissonance. Stanford, CA: Stanford Univ. Press.
11. Fotuhi, O., et al. (2013), Patterns of cognitive dissonance-reducing beliefs among smokers: a longitudinal analysis from the International Tobacco Control (ITC) Four Country Survey, *Tobacco control* vol. 22,1 (2013): 52-8.
12. Goetzmann, W. N., & Peles, N., (1997). Cognitive dissonance and mutual fund investors. *Journal of financial Research*, 20(2), 145-158.
13. Gunter B., Adrian Furnham A., (1998), Children as Consumers: A Psychological Analysis of the Young People's Market, Routledge.
14. Gawronski, B., and Fritz S., (2012), Cognitive consistency: A fundamental principle in social cognition. New York: Guilford.
15. Harmon-Jones, Eddie, and Judson Mills, 1999, "An Introduction to Cognitive Dissonance Theory and an Overview of Current Perspectives on the Theory," in: *Cognitive Dissonance: Progress on a Pivotal Theory in Social Psychology*, ed. by E. Harmon-Jones and J. Mills (Washington, D.C.: American Psychological Association).
16. Mason, H.E., (editor), (1996), *Moral Dilemmas and Moral Theory*, New York: Oxford University Press.

17. McConnell, Terrance, (1978), Moral Dilemmas and Consistency in Ethics, Canadian Journal of Philosophy, 8: 269–287; reprinted in Gowans (1987): 154–173.
18. Lindstrom M., (2008), Buyology: Truth and Lies About Why We Buy, Random House.
19. Reinhart C. M & Rogoff K. S., (2009), This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press.
20. <https://www.cnbc.com/2020/05/02/warren-buffett-says-berkshire-sold-its-entire-position-in-airlines-because-of-the-coronavirus.html>