

Wpływ teorii finansów behawioralnych na współczesne zarządzanie ryzykiem

Wstęp

W literaturze przedmiotu często można spotkać stwierdzenie, iż ryzyko towarzyszy każdej działalności człowieka oraz że ryzykiem należy zarządzać w sposób efektywny. W dalszej części opracowania odniesiono się do ryzyka ogólnie, bez przypisania do konkretnego jego rodzaju, ponieważ aspekt behawioralny dotyczy wszystkich rodzajów ryzyk występujących w przedsiębiorstwie.

Na proces zarządzania ryzykiem ma wpływ wiele aspektów. Jednym z nich jest strona behawioralna, która do rozważań nad zachowaniami rynków międzynarodowych oraz ich uczestników włącza zagadnienia psychologiczne, społeczne i antropologiczne. Mimo, że są one już znane i zidentyfikowane w procesie zarządzania ryzykiem, jednak zdaniem autora, dostępna literatura stosunkowo mało poświęca im miejsca. Stanowią one obecnie bardzo ważną i dotychczas niedocenianą grupę czynników mających istotny wpływ na współczesny proces zarządzania ryzykiem – a które powiązane są z indywidualną i często subiektywną oceną uczestnika rynku, podejmującego na ich podstawie decyzje – i ostatecznie bezpośrednio rzutują na poziom, wielkość i charakter ryzyka. Jest to istotne z punktu widzenia przedsiębiorstw, które obecnie w sytuacji dekonjunkury poszukują możliwych oszczędności we wszystkich obszarach swojej działalności i które właśnie we właściwym zarządzaniu ryzykiem upatrują dodatkowych, ponadprzeciętnych oszczędności. Potwierdzeniem tego faktu jest to, iż ostatnie turbulencje na rynkach finansowych doprowadziły do sytuacji, gdzie w wielu korporacjach międzynarodowych zdecydowano, aby współczesne zarządzanie i daily business odbywały się w oparciu i w przyzmacie ryzyka. Zatem podjęty temat wydaje się być aktualny i być może stanie się przyczynkiem do włączania aspektów behawioralnych do budowy nowych

* Dr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, peraj@uek.krakow.pl, 30-527 Kraków, ul. Rakowicka 27

strategii zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach oraz dalszej dyskusji w tym zakresie.

Realizację podjętego tematu oparto na omówieniu następujących celów cząstkowych: istota i natura zarządzania ryzykiem, charakterystyka istoty i przedmiotu finansów behawioralnych oraz zarządzanie ryzykiem w świetle teorii finansów behawioralnych.

Celem opracowania jest prezentacja problemu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie z wykorzystaniem zasad teorii finansów behawioralnych. Jako tezę przyjęto, iż zarządzanie ryzykiem pozostaje w ścisłej korelacji z aspektami behawioralnymi. Część analityczną oparto głównie na badaniach literatury i metodach porównawczych oraz praktyce autora w zakresie zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie.

1. Istota i natura zarządzania ryzykiem

Według międzynarodowej normy ISO 31000:2009, oraz polskiej normy PN-ISO 31000:2012 zarządzanie ryzykiem to skoordynowane działania dotyczące kierowania i nadzorowania organizacją w odniesieniu do ryzyka. Działania te przeprowadzane są w procesie zarządzania ryzykiem czyli systematycznym stosowaniu polityk, procedur i praktyk zarządzania do działań w zakresie komunikacji, konsultacji, ustanawiania kontekstu, oraz identyfikowania, analizowania, ewaluacji, postępowania z ryzykiem, monitorowania i przeglądu ryzyka.

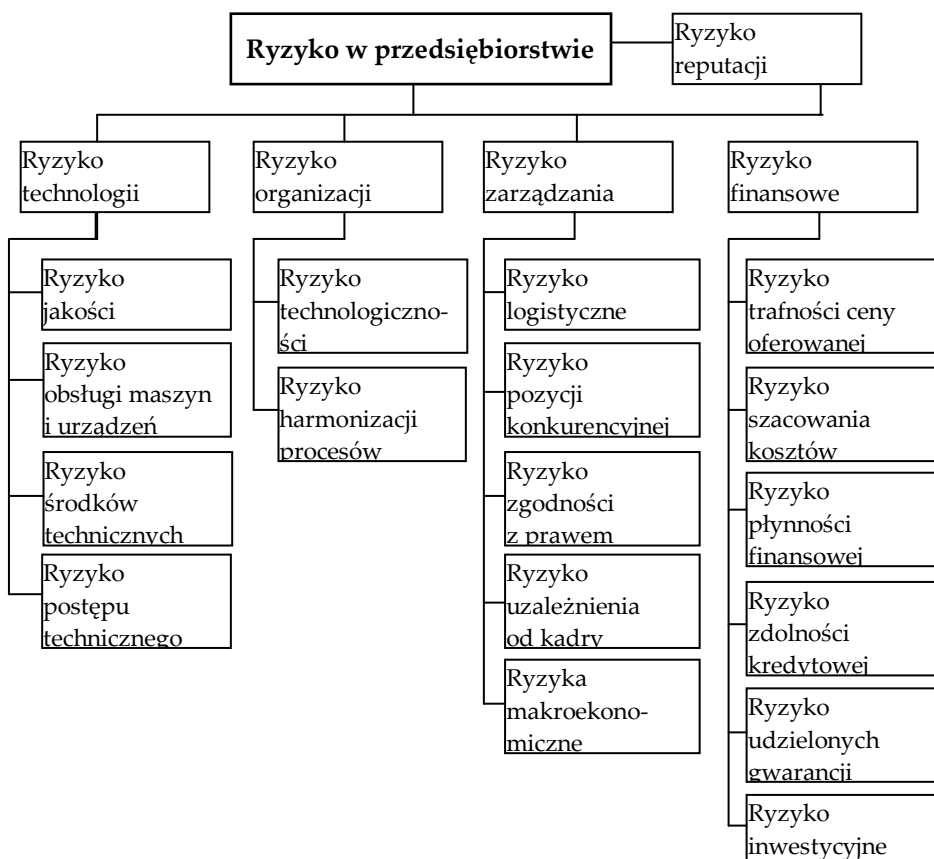
Zarządzanie ryzykiem można określić jako świadomość, kulturę, procesy i struktury ukierunkowane na zwiększanie wartości firmy poprzez umiejętne i świadome zarządzanie ryzykiem. Zarządzanie ryzykiem powinno stanowić integralną część dobrej praktyki biznesowej w każdym przedsiębiorstwie, tak na poziomie strategicznym, jak i operacyjnym. Rzeczywista istota zarządzania ryzykiem polega na ocenie stopnia niepewności dotyczącej przyszłości, co stanowi podstawę – w dalszej kolejności – do podjęcia możliwie najlepszej decyzji w danej chwili. Korzyści płynące z zarządzania ryzykiem to korzyści w postaci lepszych decyzji, mniejszej liczby niespodzianek, lepszego planowania, lepszych wyników finansowych, większej skuteczności oraz lepszych relacji z interesariuszami wewnętrznymi i zewnętrznymi.

Zagadnienie zarządzania ryzykiem jest nierozzerwalnie związane z każdym przedsiębiorstwem (podział ryzyka w przedsiębiorstwie obrazuje rysunek nr 1), a jego skala determinowana jest skalą produkcji i powiązaniem międzynarodowymi. Na szczeblu przedsiębiorstwa

obejmuje ono prowadzenie właściwej polityki związanej z ryzykiem a związanej w zasadniczej swojej części z procesami: spekulacji, akceptacji, przeniesienia i mitygacji. Tak na prawdę procesy te są strategią/odwierciedleniem postawy przedsiębiorstwa do ryzyka w danym momencie.

Kwestią podstawową w procesie zarządzania ryzykiem jest identyfikacja obszarów ryzyka oraz analiza charakteru poszczególnych ryzyk. W dalszej kolejności w procesie jest kwantyfikacja siły i prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyka oraz szacowanie potencjalnych strat wynikających z realizacji ryzyka. Kolejno następuje szukanie sposobów przeciwdziałania realizacji ryzyka oraz minimalizacji potencjalnych strat. Po dokonaniu tych czynności możliwe staje się zarządzanie ryzykiem. Ważne jest aby cały proces miał tu postać ciągłego stosowania stworzonych procedur i nieustannego ich doskonalenia.

Rysunek 1. Rodzaje ryzyka w przedsiębiorstwie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Bizon-Górecka, 2004].

W 2000 roku Standards Committee Project Management Institute wprowadził nową metodologię zarządzania ryzykiem działalnością, która składa się z sześciu etapów:

1. Planowanie procesu zarządzania ryzykiem. W ramach tego etapu tworzy się infrastrukturę i opracowuje plan zarządzania ryzykiem dla konkretnego projektu.
2. Identyfikacja ryzyka. Stanowi opis zdarzeń, które mogą mieć potencjalnie negatywny wpływ na realizację projektu.
3. Klasyfikacja ryzyka. Jest to ocena ryzyka za pomocą metod nienukerycznych.
4. Pomiar ryzyka. Stanowi ocenę prawdopodobieństwa oraz skutków najważniejszych rodzajów ryzyka za pomocą parametrów liczbowych.
5. Planowanie sposobów reagowania na ryzyko. Jest to ocena i komunikacja strategii neutralizowania lub zapobiegania ryzyku.
6. Nadzorowanie i kontrola ryzyka. Dotyczy metod zarządzania ryzykiem i planowanych sposobów reagowania na ryzyko [Sołtysiak, 2010, s. 256].

2. Charakterystyka istoty i przedmiotu finansów behawioralnych

Finanse behawioralne to dziedzina nauki o finansach. Nie istnieje jedna spójna definicja przedmiotu zainteresowania finansów behawioralnych. Niemniej definicje tworzone przez poszczególnych badaczy koncentrują się wokół psychologicznej natury człowieka, inwestora i uczestnika rynku. Według T. Tyszko "istotą behawioralnego podejścia do finansów jest (...) poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania uczestników rynków" [Tyszko, 2003, s. 23]. Z kolei zgodnie z definicją M. Webera "finanse behawioralne są ścisłą kombinacją indywidualnego zachowania oraz fenomenów rynkowych i stosują wiedzę zapożyczoną zarówno z psychologii, jak i z teorii finansów" [Weber, 1998, s. 167–185]. Trafna jest również koncepcja Olsena, zgodnie z którą finanse behawioralne koncentrują się na "identyfikacji atrybutów podejmowania behawioralnych decyzji, które z dużym podobieństwem mają wpływ na systematyczne efekty zachowania rynków finansowych" [Olsen, 1997, s. 62-66].

Finanse behawioralne od wielu lat są ważnym kierunkiem współczesnej nauki finansów na świecie. Od niedawna finanse behawioralne

stały się również modnym tematem wśród polskich inwestorów giełdowych.

Wbrew pozorom finanse behawioralne nie są nowym tematem badawczym. Wprowadzenie elementu behawioralnego do ekonomii odbyło się już przeszło pół wieku temu za sprawą H. Simona, W. Edwardsa czy M. Allaisa. Dopiero jednak przyznanie w 2002 roku Nagrody Nobla z zakresu ekonomii dwóm psychologom: D. Kahnemanowi i A. Tversky'emu rozpoczęło wzmożone badania oraz rozbudziło zainteresowanie finansami behawioralnymi wśród wielu naukowców na całym świecie.

Finanse behawioralne, jak sama nazwa wskazuje, są połączeniem psychologii i finansów. Koncentrują się na analizie indywidualnych zachowań inwestorów w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych. Są nowym spojrzeniem na świat finansów, widzianym z perspektywy człowieka rzeczywistego, a nie ekonomicznego, a także stanowią ważne uzupełnienie wiedzy o współczesnych finansach.

Istotna wydaje się tu analiza zachowań poszczególnych inwestorów, ale także rynku jako całości. Z punktu widzenia strategii inwestycyjnych ważne wydają się takie kwestie, jak zbiorowość inwestorów reaguje na informacje i jaki wpływ mają informacje na ceny poszczególnych usług czy instrumentów finansowych.

Zmiana ceny wynika z reakcji inwestorów na informacje. Czas oraz skala wpływu informacji na ceny są przedmiotem badań na temat efektywności informacyjnej. Po raz pierwszy została ona sformułowana przez Eugene'a Fama, który stwierdził, że rynki finansowe są efektywne, ponieważ ceny odzwierciedlają natychmiastowo wszystkie dostępne informacje.

Jeśli weźmie się pod uwagę znaczenie rynków finansowych jako miejsca wymiany kapitału, istotne wydaje się określenie stopnia jej efektywności informacyjnej. Z pewnością analiza taka nie przyniesie rozwiązania w kwestii sporu naukowego na temat efektywności poszczególnych rynków finansowych w sensie stwierdzenia, czy rynek jest lub nie jest efektywny. Mimo to ważne wydaje się zbadanie skali występowania anomalii na rynkach finansowych oraz motywów, jakimi kierują się inwestorzy, podejmując decyzje inwestycyjne. Świadomość wpływu tych czynników na rynek usług i instrumentów finansowych jest istotnym elementem strategii inwestycyjnych – jeśli nawet nie przyczynia się do osiągnięcia wielkich zysków, to przynajmniej ułatwia unikanie strat.

Już w początkach XX wieku niektórzy badacze zwracali uwagę na psychologiczne aspekty inwestowania. Niemniej jednak, źródeł nowoczesnych finansów behawioralnych należy doszukiwać się w krytyce teorii rynków efektywnych. Krytyka ta w szczególności koncentruje się na dwóch zagadnieniach: założeniu o racjonalności inwestorów i anomaliiach zaobserwowanych na rynkach finansowych. Ma ona na celu opracowanie bardziej dokładnych i realnych modeli funkcjonowania rynków, które uwzględniają psychologiczne mechanizmy funkcjonowania człowieka.

3. Zarządzanie ryzykiem w świetle teorii finansów behawioralnych

Teoria finansów behawioralnych wykreowała inwestora, który zamiast racjonalności zachowania, będącej podstawowym założeniem teorii rynków efektywnych i tradycyjnych finansów, postuluje konieczność uwzględnienia w zachowaniach inwestorów ludzkich "ułomności" i tzw. anomalii. Tak więc typowy inwestor behawiorystów cechuje się między innymi:

- 1) podatnością na wpływ zbiorowości,
- 2) odmiennym postrzeganiem równowartościowych zysków i strat ("strata bardziej boli, niż zysk cieszy"),
- 3) emocjonalnym podejściem do własnych inwestycji,
- 4) nadmierną pewnością siebie,
- 5) przesadnym optymizmem lub przesadnym pesymizmem w zależności od nastrojów panujących na rynku,
- 6) awersją do strat, które traktuje jako osobistą porażkę,
- 7) przekonaniem, że większość ma rację [Matuszczak, 2005, s. 16].

Zdarza się jednak, że w zachowaniach inwestorów behawioralnych pojawiają się elementy racjonalności, która – z uwagi na wyznaczniki, które ją określają – ostatecznie kwalifikowana jest do zachowań behawioralnych (w dalszej części rozwinięto tą kwestię).

Odnosząc problem zarządzania ryzykiem do teorii finansów behawioralnych należy postawić na wstępie pytanie: czy i jaki poziom ryzyka inwestor jest skłonny zaakceptować? Odpowiedź zależy najczęściej od tego, jaką korzyść chce osiągnąć inwestor, który podejmuje ryzyko, a więc jaką chce uzyskać stopę zwrotu z przyszłej inwestycji. Ten czynnik determinuje określone postawy i zachowania inwestora w stosunku do podjętego ryzyka (szerzej na ten temat napisano w podpunkcie 3.1.

Pomimo, że postawa wobec ryzyka wykazuje znaczne zróżnicowanie, to jednak trzeba przyjąć, że inwestorzy zachowują się racjonalnie i nie podejmują wysokiego ryzyka bez szansy osiągnięcia relatywnie wysokiej stopy zwrotu. Za nieporozumienie należy uznać niekiedy lansowaną opinię, że inwestorzy podejmujący wysokie ryzyko postępują nieracjonalnie. W rzeczywistości inwestor, który preferuje ryzyko, jest zdecydowany je podjąć, jeżeli łączy się to z możliwością osiągnięcia odpowiednio wysokiej stopy zwrotu [Kaczmarek, 2010, s. 111].

Inwestor zarządzając ryzykiem i wykorzystując teorię finansów behawioralnych powinien przyjąć możliwość zaistnienia niepowodzenia, a w szczególności zaistnienia zdarzeń niezależnych, których nie może on przewidzieć i w pełni nim zapobiec, a które – przez zmniejszenie wyników użytecznych i/lub zwiększenie nakładów – odbierają działaniu zupełnie lub częściowo cechę skuteczności i korzyści [Kaczmarek, 2010, s. 111].

W obliczu ryzyka inwestorzy nie są bezradni, ponieważ mogą tym ryzykiem zarządzać. Jak już wspomniano – zarządzanie ryzykiem polega na maksymalnym jego ograniczeniu i zabezpieczeniu się w sposób optymalny przed jego skutkami/kosztami.

Zarządzając ryzykiem, podejmuje się decyzje w warunkach niepewności, ponieważ nie można dokładnie przewidzieć przyszłych warunkowań podejmowanych decyzji i działań. Niepewność jest więc elementem anomalii. Kluczowym aspektem w zarządzaniu ryzykiem jest relacja występująca pomiędzy ryzykiem, niepewnością i decyzją. I tak w ramach procesu podejmowania decyzji istnieje skończona liczba alternatyw i stanów otoczenia, które przy pomocy funkcji wyniku zostają przyporządkowane alternatywom w momencie zaistnienia określonego stanu. W obszarze ryzyka, które towarzyszy przed i po podjęciu decyzji, wybór określonej alternatywy może okazać się błędny w efekcie przyszłych zdarzeń. Stopień niepewności, czy też niekompletności posiadanych informacji, jako źródło ryzyka, może mieć różne nasilenie i w różnym stopniu wpływać na poziom ryzyka [Kaczmarek, 2010, s. 113].

Zarządzanie ryzykiem w świetle teorii finansów behawioralnych należy rozpatrywać za pomocą kilku kryteriów. W kolejnych podpunktach omówione zostały te, które zdaniem autora bezpośrednio rzutują na proces zarządzania ryzykiem, pozostając z nim w ścisłej korelacji i wpływając jednocześnie na poziom zysków i strat, jakie przedsiębior-

stwo ponosi w konsekwencji trafnych/błędnych decyzji i rodzaju/jakości zastosowanych mitygantów w tym zakresie.

3.1. Kryterium zachowania inwestorów pod kątem skłonności do ryzyka

Zachowania inwestorów na rynku, które równocześnie określają rodzaj inwestora – determinowane są następującymi działaniami w zakresie zarządzania ryzykiem: ograniczenie ryzyka związanego z podjęciem błędnych decyzji inwestycyjnych, ograniczenie ryzyka związanego z krótko i średniookresową zmiennością rynku, uporządkowanie procesu inwestycyjnego poprzez wprowadzenie odpowiednich procedur co ogranicza dane ryzyko, a także dostosowanie zaangażowania kapitału i struktury realizowanych strategii do aktualnego poziomu ryzyka zarówno odnoszącego się do danych instrumentów, jak i szerszego ryzyka rynkowego czy regionalnego.

Są to główne aspekty, w których działania typowego inwestora mogą cechować się najwyższym poziomem efektywności i w których odpowiednie kroki powinien podjąć każdy inwestor. W ramach tych działań wyróżnia się następujące grupy inwestorów:

1. Inwestorzy o większych możliwościach przeciwdziałania ryzyku – w takich przypadkach wskazane jest podejmowanie działań w dodatkowych obszarach, dla których działania inwestora będą cechowały się racjonalnością ekonomiczną. Z uwagi na użyte tu ponadprzeciętne środki mitygujące – skutki finansowe ryzyka w tym przypadku są minimalne.
2. Inwestorzy o wysokiej awersji do ryzyka – awersja do ryzyka powoduje, że inwestor zrobi wszystko, żeby dane ryzyko wyeliminować – wybierze on mniejszą wartość oczekiwaną, tak aby nie wystawiać się na zbyt duże ryzyko.
3. Inwestorzy/spekulanci – przyjmując strategię spekulacji inwestor z założenia nie zabezpiecza swoich otwartych pozycji lub zabezpiecza je w sposób niewystarczający i mało efektywny. Dodatkowo przyjmuje ono postawę: „jakoś to będzie”. W efekcie w przypadku wystąpienia strat z tytułu materializacji ryzyka – są one przerzucane na klientów. Inwestor wybiera opcję z niższą wartością oczekiwaną i wyższym ryzykiem, w nadziei otrzymania wyższej wybranej.
4. Inwestorzy/akceptanci – inwestor godzi się z potencjalnym ryzykiem, ale nie wykonuje żadnych działań zabezpieczających. Strategię

tą cechuje zawsze – wspomniane wcześniej – przerzucanie potencjalnie powstałych kosztów na klientów.

5. Inwestorzy dywersyfikujący/przenoszący ryzyko – inwestor przenosi potencjalne ryzyko i ewentualne koszty powstałe z tytułu jego materializacji – na inne, dodatkowe walory np. ubezpieczenie.
6. Inwestorzy o neutralnym stosunku do ryzyka – osoba o takim nastawieniu dokonuje wyboru na podstawie oczekiwanej wartości, a nie oczekiwanej użyteczności.

3.2. Kryterium zachowań inwestorów pod kątem anomalii

Anomalie na rynkach finansowych to sytuacje, które umożliwiają znającym je inwestorom osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu pod warunkiem zastosowania odpowiedniej strategii. Do najbardziej znanych anomalii, będących przedmiotem intensywnych badań finansów behawioralnych należą:

- dodatnie krótkoterminowe autokorelacje stóp zwrotu (w krótkim terminie – poniżej jednego roku – istnieje dodatnia autokorelacja między zmianami cen akcji, czyli na przykład pojawiający się wzrost ceny akcji, a często prowadzi do dalszego podnoszenia ceny akcji);
- zjawisko regresji cen do średniej (ceny wykazują długoterminowe ujemne korelacje. Skutek – akcje taniejące będą stopniowo drożały, a akcje drożejące stopniowo taniały);
- efekt stycznia – jest to niewątpliwie sytuacja, która w tym okresie przyciąga dużo indywidualnych inwestorów, a w szczególności kapitał zagraniczny. Jak sama nazwa wskazuje efekt stycznia występuje regularnie na początku każdego roku. Można powiedzieć, że jest to błyskawiczna hossa na Giełdzie Papierów Wartościowych. Efekt ten głównie wywołany jest nową realizacją strategii inwestycyjnych, głównie przez podmioty korporacyjne. Również następuje w tym okresie dość duży popyt na akcje, co powoduje znaczący wzrost wartości kursów akcji;
- efekt weekendu – spadek cen akcji w weekend;
- nieproporcjonalne obroty w stosunku do kapitalizacji giełdowej – wartość giełdowa spółki, wyrażona iloczynem aktualnego kursu giełdowego i liczbą akcji w obrocie;
- paradoks zamkniętych funduszy inwestycyjnych – fundusz inwestycyjny zamknięty jest z założenia raczej funduszem skierowanym do inwestorów bardziej wyselekcjonowanych zarówno pod kątem doświadczenia i świadomości inwestycyjnej jak i finansowych możli-

wości inwestycyjnych. Wynika to z konstrukcji tych produktów, które z jednej strony dają inwestorowi większe spektrum inwestycyjne oraz stabilność, z drugiej natomiast nie są tak łatwo dostępne (częstotliwość wycen, progi wejścia) jak fundusze otwarte. W przypadku funduszy zamkniętych nabycie bądź sprzedaż certyfikatów możliwe są jedynie w określonych terminach, co stwarza znaczne ograniczenie możliwości wejścia do i wyjścia z inwestycji. Mając powyższe na uwadze, inwestor może wybierać, która konstrukcja prawna funduszu bardziej mu odpowiada. W większości przypadków ma do wyboru, zarówno w konstrukcji otwartej jak i zamkniętej, fundusze o takiej samej polityce inwestycyjnej (akcyjne, dłużne, mieszane);

- efekt końca miesiąca – ceny akcji wzrastają najbardziej w ostatnim dniu miesiąca i trzech pierwszych dniach następnego miesiąca;
- stopy zwrotu z pierwszych emisji publicznych – akcje kupione w ramach pierwszej emisji publicznej i sprzedane w dniu ich giełdowego debiutu dają ponadprzeciętne stopy zwrotu;
- efekt małych spółek – akcje firm o niskim poziomie kapitalizacji zachowują się odmiennie od tych z grupy blue chipów. Zwykle ich obrót cechuje niska płynność, są podatne na manipulacje, duży popyt lub podaż mocno akceleroje ruchy ich kursów (duża zmienność, rzadziej wypłacają dywidendy, ich kondycja finansowa częściej odbiega od stabilności ale perspektywy szybkiego rozwoju są oceniane dużo wyżej);
- efekt "cena do zysku" – wskaźnik C/Z jest odzwierciedleniem liczbowej relacji pomiędzy zyskami firmy na jedną akcję a ostatnim kursem akcji. Wartość C/Z mówi ile lat zabierze spółce zarobienie wystarczającej ilości pieniędzy równej początkowej inwestycji w akcje spółki. Oczywiście jest to wartość prawdziwa tylko i wyłącznie w przypadku gdy zyski firmy pozostaną przez najbliższe lata niezmiennie;
- efekt "cena do wartości księgowej" – cena do wartości księgowej to jeden z bardzo popularnych wskaźników analizy fundamentalnej, służący do oceny wartości firmy. Wskaźnik C/WK określa ile zostanie zapłacone za 1 złotówkę aktywów netto spółki. Jeżeli kupowane są akcje spółki poniżej wartości księgowej – wskaźnik mniejszy niż 1, to akcje spółki w teorii powinny być niedowartościowane fundamentalnie. Więc w dłuższym terminie transakcja powinna być zyskowna;

- poinformacyjny dryf cen – oznacza pojawianie się oraz utrzymywanie nadzwyczajnych stóp zwrotu w momencie i okolicach opublikowania niespodziewanych, zaskakujących oraz istotnych informacji fundamentalnych). W przypadku rynków efektywnych wszystkie informacje powinny być ujęte w cenie, natomiast poinformacyjny dryf oznacza tendencję do pojawiania się anormalnych stóp zwrotu w okresie po zaistnieniu danego wydarzenia powodującego ruch cenowy [Zielonka, 2006, s. 32].

Analizując zachowania inwestorów w ramach poszczególnych rodzajów anomalii w procesie zarządzania ryzykiem – trzeba pamiętać, że w praktyce zmuszeni są oni do dokonywania wyborów spośród szeregu opcji. Oznacza to, że każdy dokonany wybór to rezygnacja z jednej bądź kilku innych alternatyw. Każde takie zachowanie łączy się z pojęciem kosztu, który jest wyrazem opcji preferowanej, ale równocześnie porzuconej dla wyboru innej. Zarządzając ryzykiem w warunkach anomalii, inwestor dąży do stanu, w którym korzyści przekroczą ostatecznie koszty.

3.3. Kryterium racjonalnych oczekiwań inwestorów

W zachowaniu inwestorów zarządzających ryzykiem można dostrzec – pomimo natury behawioralności finansów – również elementy teorii racjonalności (zwłaszcza, że teoria ta znalazła szerokie odzwierciedlenie w funkcjonowaniu rynków finansowych i szeroko rozumianej wymiany towarowej). Otóż, w swoim działaniu zakładają oni, że nie popełnią systematycznych błędów w prognozowaniu przyszłości. Oznacza to, że oczekiwana wartość zmiennej jest równa wartości prognozowanej – skorygowana o składnik losowy. Inwestorzy prognozując proces zarządzania ryzykiem zakładają, że nie powtórzą oni błędów popełnionych w prognozach formułowanych poprzednio [Czerwonka, Gorlewski, 2012, s. 25]. Z punktu widzenia teorii finansów behawioralnych takie podejście – w złożonym, dynamicznym i często nieprzewidywalnym procesie zarządzania ryzykiem – wydaje się być jak najbardziej behawioralne.

3.4. Kryterium adaptacyjne zachowań inwestorów

Inwestorzy często dokonując alokacji kapitału, w pryzmacie zarządzania ryzykiem przyzwyczajają się do określonych wielkości pewnych zmiennych. Są to na przykład założenia, że skoro kurs akcji rośnie pięć sesji z rzędu, to na następnej sesji też na pewno wzrośnie [Czerwonka, Gorlewski, 2012, s. 25]. Ryzyko dalszych działań inwestorów będzie tu-

taj rosło proporcjonalnie do siły tych przyzwyczajzeń – w sytuacji, kiedy równocześnie nie podejmą oni stosownych strategii zabezpieczających, mitygujących te przyzwyczajenia.

3.4. Kryterium irracjonalnego zachowania inwestorów

Kryterium to wynika w głównej mierze z zachowań psychologicznych poszczególnych inwestorów. Otóż często podejmując decyzje obarczone ryzykiem inwestorzy mogą przyjąć następujące postawy:

- mogą mówić jedno, robić zaś co innego, więc odpowiedzi na pytania o ich zachowanie mogą nie stwierdzać, czy w rzeczywistości zachowują się racjonalnie,
- jeżeli pewna grupa inwestorów wykaże się nieracjonalnym zachowaniem/oczekiwaniem, to pozostała część, ta racjonalna, może wykorzystać tę sytuację i zrationalizować rynek [Czerwonka, Gorlewski, 2012, s. 26].

3.5. Kryterium odchyżeń

- nadmierna pewność siebie – jak wskazali M. Alpert i H. Raiffa [Alpert, Raiffa, 1982, s. 35] oznacza, że gdy inwestorzy mają do oszacowania wartość instrumentu finansowego z prawdopodobieństwem 98%, to tak naprawdę czynią to jedynie z 60-procentowym prawdopodobieństwem. Tym samym poziom błędu zamiast planowanych 2% wynosi aż 40%;
- optymizm i myślenie życzeniowe – są szczególnie istotne w odniesieniu do przewidywania przyszłej ceny walorów kapitałowych składających się na portfel inwestycyjny. Badania przeprowadzone przez [Diether, Malloy i Scherbina, 2002, s. 2113–2141] dowiodły, że spółki, co do których analitycy są najbardziej optymistyczni, osiągają największe wzrosty. Może to wynikać z bardzo prostej zasady, która mówi, że ceny rynkowe są odzwierciedleniem najbardziej optymistycznych prognoz. W ten sposób instrument finansowy jest przewartościowany o tyle, o ile jego cena została zawyżona przez najbardziej optymistycznego inwestora;
- konserwatyzm – wpływa na niedoszacowanie impulsów płynących z rynku. Błąd ten polega na niedostatecznie silnej reakcji na zmianę prawdopodobieństwa zajścia jakiegoś zdarzenia pod wpływem nowych informacji. Konserwatyzm istotnie wpływa na wartość portfela najbogatszych. Gdy inwestor zajmuje pozycję, która zaczyna przynosić straty, to utrzymuje ją, gdyż wierzy, że jego decyzja z czasem okaże się słuszna. Wpada więc w pułapkę konserwatyizmu – wyce-

nia instrumenty, które ma w portfelu, znacznie wyżej, niż gdy były tylko przedmiotem jego zainteresowania [Barberis, Thaler, 2004, s. 1065–1066]. Co gorsza prowadzi to do iluzji, że niezrealizowana strata jeszcze nią nie jest;

- efekt zakotwiczenia – jest jednym z ważniejszych czynników wpływających na wycenę instrumentów finansowych. Inwestorzy w swoich decyzjach biorą pod uwagę ostatnio notowany poziom cen, uważając go za „uprzywilejowany” względem wcześniejszych notowań. Dla wielu analityków przekroczenie tej granicy informuje o wzrostach, dla innych jest zapowiedzią spadków;
- efekt dostępności – na rynku kapitałowym niedawny wzrost cen może skłaniać do kupna akcji, natomiast ich spadek – do sprzedaży; osoby tak postępujące ulegają efektowi dostępności.

Inwestorzy doznają szeregu stanów emocjonalnych, których siła i charakter zależą od fazy cyklu inwestycyjnego. W poszczególnych fazach cyklu inwestorzy przeżywają skrajnie różne stany emocjonalne, których wyrazem jest np. poziom: indeksu giełdowego, kursów walutowych i cen akcji, który jest jednocześnie zapisem zmian cen akcji oraz opisem emocji.

Ruch cen jest reakcją na docierające do inwestorów informacje z otoczenia, mające wpływ na wartość wewnętrzną danego waloru. Dobre z punktu widzenia informacje powinny powodować wzrost cen akcji, a złe ich spadek.

Źródłem emocjonalnych zachowań inwestorów jest tworzenie się na rynku finansowym swoistej zbiorowości o odmiennej od jednostek wchodzących w jej skład świadomości. Racjonalnie myślący i podejmujący decyzje inwestor, stając się uczestnikiem rynku finansowego, poddaje się presji zbiorowości, ulega emocjom wytworzonym przez ową zbiorowość i przymusowym zachowaniom, podejmując niekiedy decyzje irracjonalne. Zbiorowość, jak dowodzi teoria finansów behawioralnych, tłumi w jej uczestnikach zdolność do świadomego i logicznego myślenia.

Zakończenie

Decyzje inwestycyjne mają wymiar zarówno finansowy, jak i emocjonalny. Niestety bardzo często inwestorzy zapominają o tym drugim aspekcie. A przecież inwestowanie rodzi uczucia, od dumy, przez obawę, euforię, po poczucie żalu czy winy. Każdy proces inwestycyjny po-

winien zatem uwzględniać także odkrycia finansów behawioralnych. Inaczej bowiem czuje się i postępuje inwestor w przypadku straty finansowej, która była jego ewidentną pomyłką, a inaczej gdy zależała od czynników wchodzących w skład ryzyka systematycznego. Dodatkowo, gdy inwestor nie panuje nad swoimi emocjami, wprowadza toksyczne zachowania i rodzi potrzebę eliminacji tego typu zagrożeń. Można zatem przypuszczać, że wysoce racjonalnym podejściem, pozwalającym na stworzenie przewagi konkurencyjnej w najbliższych latach na rynku usług finansowych, będzie zindywidualizowane i holistyczne podejście do ryzyka, uwzględniające zdobyte nauki interdyscyplinarnych. Umożliwi to generowanie wysokich zysków kapitałowych oraz ograniczanie potencjalnych strat.

Celem głównym opracowania była prezentacja problemu zarządzania ryzykiem w świetle teorii finansów behawioralnych. Jako tezę przyjęto, iż zarządzanie ryzykiem pozostaje w ścisłej korelacji z aspektami behawioralnymi. Właściwe zarządzanie ryzykiem – w oparciu o teorię finansów behawioralnych – jeżeli uwzględni się wszystkie aspekty – może przyczynić się do tego, że racjonalny inwestor dokona właściwego wyboru preferencji (w warunkach ryzyka i niepewności) i decydując się na inwestycję, oszacuje minimalny poziom ryzyka i otrzyma jak największą stopę zwrotu.

Kluczowe dla inwestora – z punktu widzenia zarządzania ryzykiem – staje się również ograniczenie ryzyka związanego z podjęciem błędnych decyzji inwestycyjnych, ograniczenie ryzyka związanego z krótko i średniookresową zmiennością rynku, uporządkowanie procesu inwestycyjnego poprzez wprowadzenie odpowiednich procedur, co ogranicza ryzyko operacyjne, a także dostosowanie zaangażowania kapitału i struktury realizowanych strategii do aktualnego poziomu ryzyka zarówno odnoszącego się do danych instrumentów, jak i szerszego ryzyka rynkowego czy regionalnego.

Literatura

1. Alpert M., Raiffa H. (1982), *A progress report on the training of probability assessors*, w: *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Kahneman D., Slovic P., Tversky A. (red.), Cambridge University Press, New York.

2. Barberis N., Thaler R. (2004), *A survey of behavioral finance*, w: *Handbook of the Economics of Finance*, Constantinides G., Harris M., Stultz R. (red.), Elsevier Science B.H., North-Holland.
3. Bizon-Górecka J. (2004), *Koszty w przedsiębiorstwie w ujęciu komplementarnym*, „Rynek terminowy” nr 2.
4. Czerwonka M., Gorlewski B. (2002), *Finanse behawioralne – zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
5. Diether K., Malloy C., Scherbina A. (2002), Differences of Opinion and the Cross-Section of Stock Returns, “*Journal of Finance*”, 57.
6. Kaczmarek T.T. (2010), *Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa.
7. Matuszczak W. (2005), *Finanse behawioralne*, MBA, nr 1.
8. Olsen R. (1997), *Investment Risk: The Experts’ Perspective*, “*Financial Analysts’ Journal*”, 53(2).
9. Sołtysiak M. (2010), *Zarządzanie ryzykiem w instytucjach finansowych jako element przewagi konkurencyjnej*, w: *Ryzyko w finansach i bankowości*, Difin, Warszawa.
10. Tyszko T. (2004), *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk.
11. Weber M., Camerer C. (1998), *The disposition effect in securities trading: An experimental analysis*, “*Journal of Economic Behavior & Organization*”, 33(2).
12. Zielonka P. (2006), *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa.

Streszczenie

Zarządzanie ryzykiem pozostaje w ścisłej korelacji z aspektami behawioralnymi. Właściwe zarządzanie ryzykiem – w oparciu o teorię finansów behawioralnych – przyczyni się do tego, że racjonalny inwestor dokona właściwego wyboru preferencji (w warunkach ryzyka) i decydując się na inwestycję, oszacuje minimalny poziom ryzyka i otrzyma jak największą stopę zwrotu.

Z przeprowadzonej analizy wynikają określone wnioski dla inwestorów. W swoich decyzjach inwestycyjnych muszą uwzględnić zagadnienia z zakresu finansów behawioralnych.

Słowa kluczowe

inwestor, niepewność, zachowanie inwestorów, efekt anomalii, decyzja

The Modern risk management in behavioral finance perspective theory (Summary)

The Risk management remains in close correlation with the behavioral aspects. The Proper of risk management - based on the theory of behavioral finance – will contribute to this, that a rational investor will make the right choice preferences and estimate the minimal level of the risk and receive the greatest rate of return.

The analysis of specific proposals arise for the investors. In their investment decisions will be must issues of behavioral finance.

Keywords

investor, uncertainty, investor behavior, effect of anomalies, decision