

Ewelina Zielińska*
Elżbieta Ostrowska**

Uwarunkowania behawioralne decyzji inwestycyjnych

Wstęp

Teoria rynków efektywnych powstała na bazie trzech założeń [Fama, 1970, s. 90]. Po pierwsze, inwestorzy są racjonalni, więc dążą do maksymalizacji swojej funkcji użyteczności. Po drugie, nieracjonalne jednostki są nieliczne i wzajemnie się neutralizują. Ich działania mają charakter losowy i nie wpływają na ceny walorów. Po trzecie, w przypadku wystąpienia podobnych nieracjonalnych działań większej liczby inwestorów racjonalni uczestnicy rynku za pomocą arbitrażu eliminują ich wpływ na poziom cen.

Przedstawiciele finansów behawioralnych podważają zarówno racjonalność większości inwestorów, jak i zdolność rynku do niwelowania nieefektywności powodowanej przez działania nieracjonalne.

Na gruncie finansów behawioralnych za główną przyczynę nieracjonalności inwestorów i nieefektywności rynków uznaje się behawioralne aspekty procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Celem artykułu jest podjęcie próby klasyfikacji uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestorów według zaproponowanych dwóch kryteriów: podmiotowo-przedmiotowego i analityczno-decyzyjnego.

1. Uwarunkowania behawioralne decyzji – dotychczas stosowane podziały

Uwarunkowania to okoliczności mające na coś wpływ. Okoliczności, czyli wszystko to, co towarzyszy jakiejś sytuacji lub zdarzeniu [sjp.pwn.pl]. Uwarunkowania behawioralne decyzji inwestycyjnych są więc wszystkim tym, co – mając podłoże psychologiczne – towarzyszy procesowi podejmowania decyzji i ma na niego wpływ.

Podstawowym, stosowanym w literaturze rodzajem klasyfikacji uwarunkowań behawioralnych jest podział według kryterium skłonności inwestora na poznawcze i motywacyjne (zob. tab. 1).

* Mgr, Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ewelina.zielinska@onet.eu, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot

** Prof. dr hab., Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, bankowosc@wzr.ug.edu.pl, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot

Tablica 1. Behawioralne uwarunkowania decyzji inwestycyjnych według skłonności inwestora

uwarunkowania poznawcze	uwarunkowania motywacyjne
– heurystyka dostępności	– efekt pewności
– heurystyka reprezentatywności	– awersja do ryzyka
– heurystyka zakotwiczenia i dostosowania	– efekt odwrócenia
– złudzenie kontroli	– efekt predyspozycji
– efekt myślenia wstecznego	
– nadmierna pewność siebie	

Źródło: Opracowanie własne.

Uwarunkowania z grupy skłonności poznawczych odnoszą się do ograniczeń percepcji człowieka w warunkach nadmiaru informacji. Wśród nich wyszczególnia się heurystyki, czyli uproszczenia stosowane przez jednostki w celu zastąpienia pełnego procesu analizy danych. Zgodnie z koncepcją heurystycznego przetwarzania danych człowiek, podejmując decyzje, wykazuje większe zaufanie do wcześniej widzianych lub słyszanych informacji. Próba, której dotyczyła informacja, może być niereprezentatywna, ale łatwy dostęp w pamięci do pewnego zdarzenia powoduje odczucie zwiększonego prawdopodobieństwa jego powtórnego wystąpienia. Z kolei posługiwanie się regułą reprezentatywności polega na wyciąganiu wniosków dotyczących całej populacji na podstawie niereprezentatywnej próby. W odniesieniu do dokonywanych prognoz pułapka reprezentatywności przyjmuje formę złudzenia gracza lub nieszanowania prawa regresji do średniej. Można więc oczekiwać częstej zmienności zdarzeń, ulegając złudzeniu gracza, lub pomijać regresję do średniej, wierząc w kontynuację trendu. Duży wpływ na prognozy ma również heurystyka kotwiczenia. Człowiek szacuje nieznaną sobie wielkość, odnosząc ją do dostępnych, nawet przypadkowych, liczb.

Kategoria uwarunkowań behawioralnych nazywana skłonnościami motywacyjnymi jest ściśle związana z teorią perspektywy [Tversky, Kahneman, 1979, s. 265], leżącą u podstaw finansów behawioralnych. Jej twórcy w swoich badaniach udowodnili występowanie tzw. efektu pewności, polegającego na stawianiu pewnego zysku ponad zyskiem wyższym lecz niepewnym. W dziedzinie zysków taka postawa jest związana z awersją do ryzyka. Z kolei w czasie ponoszenia strat działa efekt odwró-

cenia, polegający na skłonności do podejmowania nadmiernego ryzyka. Przedstawione w teorii perspektywy podejście do wyników inwestycji prowadzi do efektu predyspozycji. Inwestorzy, wbrew teorii portfelowej, wyprzedają akcje, co do których oczekiwany jest wzrost stóp zwrotu, a zwlekają z zamknięciem pozycji stratnych.

Zwolennicy teorii rynków efektywnych, dopuszczając nieliczne działania nieracjonalne na giełdzie, przypisują je inwestorom indywidualnym jako jednostkom posiadającym mniejszą wiedzę i doświadczenie niż profesjonaliści zarządzający funduszami. Przedstawiciele finansów behawioralnych na podstawie analizy wyników inwestorów instytucjonalnych [Dreman, 1998, s. 32] i badań ankietowych prowadzonych wśród laików i ekspertów doszli do innych wniosków. Zarówno na decyzje inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych mają wpływ uwarunkowania behawioralne (zob. tab. 2).

Tablica 2. Behawioralne uwarunkowania decyzji inwestycyjnych według rodzajów inwestorów

uwarunkowania inwestorów indywidualnych	uwarunkowania inwestorów instytucjonalnych
– efekt dyspozycji	– nadmierna pewność siebie
– pułapka gracza	– syndrom myślenia grupowego
– awersja do strat	– intuicyjność wyboru
– heurystyka dostępności	– efekt posiadania

Źródło: Opracowanie własne.

Występowanie efektu dyspozycji u inwestorów indywidualnych potwierdziły badania ankietowe [Czerwonka, Gorlewski, 2012, s. 109]. Chętniej realizują oni zyskowe niż stratne pozycje. Zatrzymują więc wzrost zysków i pozwalają powiększać się stratom. Z wyników ankiet wynika również łatwość popadania tej grupy inwestorów w pułapkę gracza. Według innych analiz inwestorzy indywidualni doprowadzają do zmniejszenia osiągniętych wyników przez zbyt częste dokonywanie transakcji [Kowalczyk, 2009, s. 70]. Aktywność w handlowaniu akcjami przez inwestorów instytucjonalnych również negatywnie wpływa na efekty ich pracy. Eksperci, wysoko oceniając swoją wiedzę i umiejętności, częściej są nadmiernie pewni siebie niż laicy [Zielonka, 2011, s. 163]. Ponieważ pewność siebie wzrasta wraz z trudnością zadania [Szyszka, 2009, s. 49],

szczególnie niewskazana może się okazać przy presji czasu i napływie wielu złożonych informacji. W takich sytuacjach nawet doświadczeni analitycy kierują się intuicją lub przyjmują sposób myślenia grupy innych profesjonalistów. W przypadku inwestorów instytucjonalnych stwierdzono również występowanie efektu posiadania, który objawia się osobistym wiązaniem się z inwestycjami. Walory z ich portfela są dla nich więcej warte niż analogiczne, ale niebędące częścią zarządzanego funduszu.

Uwarunkowania behawioralne są również badane w odniesieniu do płci inwestora (zob. tab. 3).

Tablica 3. Behawioralne uwarunkowania decyzji inwestycyjnych według kryterium płci

uwarunkowania kobiet	uwarunkowania mężczyzn
– konserwatyzm poznawczy	– nadmierna pewność siebie
– awersja do ryzyka	– efekt predyspozycji
– księgowanie umysłowe	– żal podecyzyjny

Źródło: Opracowanie własne.

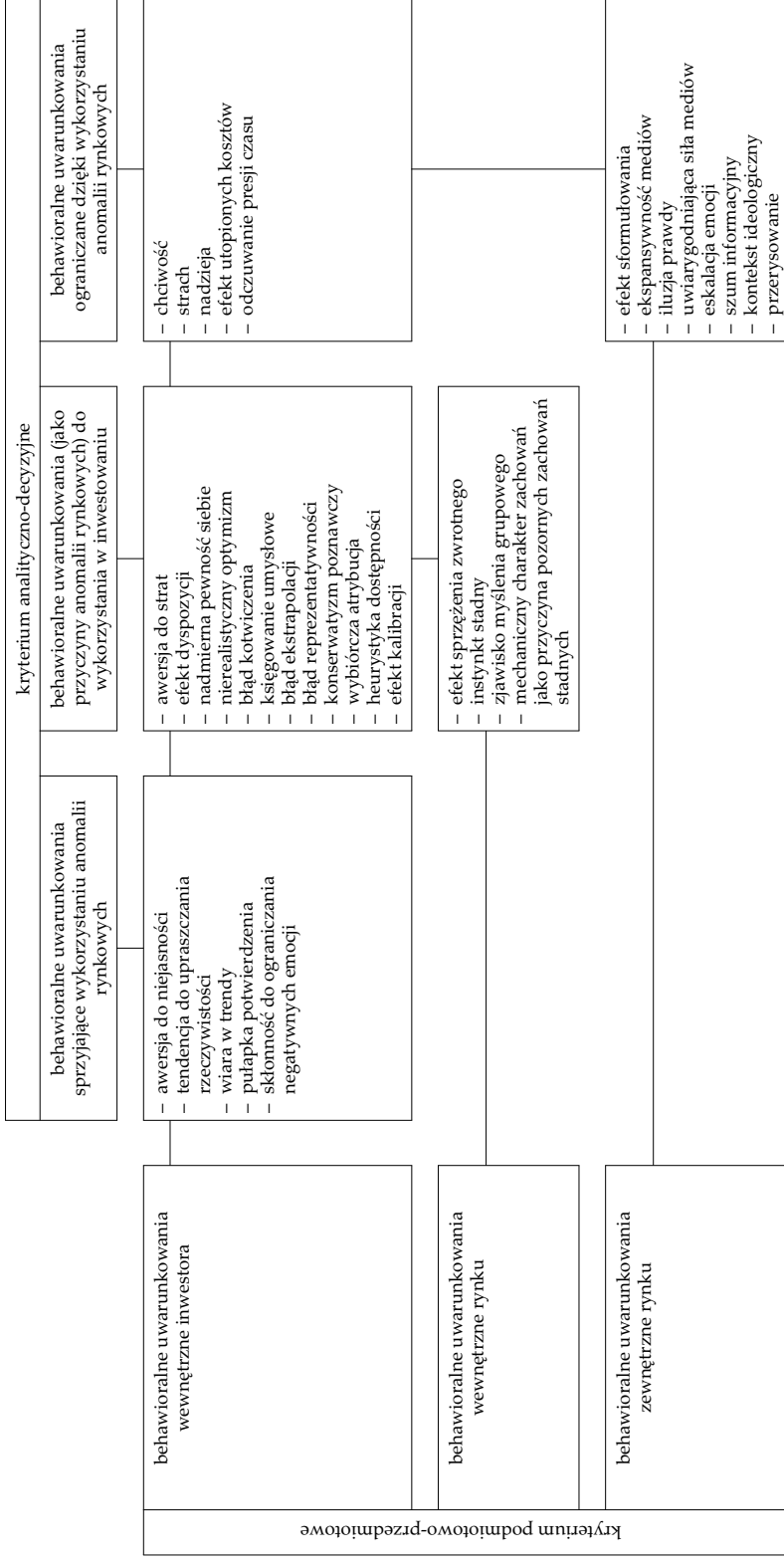
O ile wśród kobiet i mężczyzn profesjonalnie zajmujących się rynkiem kapitałowym różnice międzypłciowe się zacierają [Czerwonka, Rzeszutek, 2012, s. 121], o tyle w badaniach populacji ogólnej wykazano różnice między innymi w poziomie awersji do ryzyka czy skłonności do konserwatyizmu i nadmiernej pewności siebie. Kobiety mają skłonność do księgowania umysłowego. Nie analizują łącznie wszystkich swoich inwestycji i poniesionych kosztów. Tworzą w umyśle osobne konta dla różnych inwestycji, co jest sprzeczne z zasadą substytucyjności pieniądza. Mężczyźni z kolei, dążąc do uniknięcia poczucia wstydu i pragnąc poczucia dumy, ulegają efektowi predyspozycji i częściej odczuwają podecyzyjny żal.

2. Klasyfikacja uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestycyjnych

Niezależnie od tego, jakiej płci jest inwestor oraz czy reprezentuje instytucję, czy tylko własną osobę, w procesie decyzyjnym ulega ograniczeniom.

Klasyfikację uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestycyjnych według dwóch proponowanych kryteriów przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Klasyfikacja uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestycyjnych



Źródło: Opracowanie własne.

Według kryterium podmiotowo-przedmiotowego uwarunkowania behawioralne można analizować na trzech poziomach:

- inwestora jako jednostki,
- rynku jako zbiorowości inwestorów,
- otoczenia rynku i jednostki.

Inwestor jako jednostka ulega ograniczeniom poznawczym i emocjom.

Gdyby dysponował tylko bieżącymi cenami rynkowymi i był informowany wiernie o wszelkich zmianach mogących mieć wpływ na jego decyzje, popełniałby tylko błędy spowodowane jego wewnętrznymi uwarunkowaniami. Informacji, mimo że obiektywnych, byłoby za dużo, więc musiałby stosować uproszenia w analizie. Osiągane wyniki lub ich przewidywana wielkość wywoływałyby emocje negatywnie wpływające na proces decyzyjny.

Zachowania i decyzje jednostkowego inwestora praktycznie nie mają wpływu na ceny akcji. Jednak w momencie, gdy podobnych wyborów dokonuje większa liczba inwestorów, ich zagregowane błędy znajdują odzwierciedlenie w kursach giełdowych. Ponieważ inwestor nie jest izolowany od otoczenia, często świadomie lub nieświadomie bierze pod uwagę albo wręcz analizuje wybory pozostałych uczestników rynku.

Zarówno na decyzje pojedynczych inwestorów, jak i na zachowania zbiorowe mogą mieć wpływ zewnętrzne uwarunkowania behawioralne zlokalizowane poza rynkiem. Na decyzje inwestorów mają wpływ władze państwowe, zarządzający bankami centralnymi, agencje ratingowe, zarządy spółek i doradcy inwestycyjni. Najważniejszym źródłem zewnętrznych uwarunkowań behawioralnych są jednak media jako główne źródło informacji. Są one często źródłem dezinformacji i w konsekwencji błędnych decyzji. Nieefektywność systemu informacyjnego objawia się tym, że środki masowego przekazu mają tendencję do produkowania informacji prawdziwych w sprawach mało istotnych. W efektywnej formie są natomiast przekazywane mało wartościowe wiadomości dotyczące ważnych problemów. W połączeniu na przykład z efektem dyspozycji, któremu ulega inwestor, konsekwencją nierzetelności mediów jest nieefektywność rynku kapitałowego.

W klasyfikacji uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestycyjnych według kryterium analityczno-decyzyjnego punktem odniesienia są odstępstwa od efektywności rynku, tzw. anomalie rynkowe.

Ich systematyzacja nie jest prosta, ponieważ niektóre rynkowe zjawiska anomalne można zaliczyć do kilku kategorii. W literaturze spotkać można różne ich podziały.

Ślepaczuk wymienia cztery kategorie anomalii [Ślepaczuk, 2006, s. 6]:

- efekty kalendarzowe,
- anomalie związane z występowaniem istotnych współczynników korelacji,
- efekty związane z podaniem do publicznej wiadomości istotnych informacji dotyczących spółek,
- anomalie związane ze współczynnikami finansowymi spółek.

Z kolei Szyszka dzieli anomalie na pięć grup [Szyszka, 2009, s. 150]:

- anomalie czasowe,
- nadreakcje rynków,
- strategie momentum,
- anomalie związane z opóźnioną reakcją inwestorów na nowe informacje,
- anomalie związane z charakterystyką spółki.

Czerwonka i Gorlewski klasyfikują anomalie w trzech grupach [Czerwonka, Gorlewski, 2012, s. 160]:

- anomalie sezonowe,
- anomalie fundamentalne,
- nadreaktywność i subreaktywność rynku.

Niezależnie od przyjętego podziału anomalii rynkowych przedstawiciele finansów behawioralnych za przyczynę ich występowania uznają behawioralne uwarunkowania decyzji inwestorów. Identyfikują ich występowanie na światowych giełdach, badając efektywność pasywnych strategii inwestycyjnych – zakładających pełen automatyzm działań. Najbardziej znanymi pasywnymi strategiami powstałymi przy okazji badania anomalii rynkowych są:

- strategia inwestowania przeciwstawnego, tzw. kontrariańska – wykorzystująca nadreaktywność rynku i polegająca na kupowaniu oraz utrzymywaniu przez co najmniej 12 miesięcy walorów, które w ostatnim okresie najbardziej straciły na wartości,
- strategia momentum – wykorzystująca subreaktywność rynku i polegająca na kupowaniu oraz utrzymywaniu przez kilka miesięcy walorów, które w ostatnim okresie najbardziej zyskały na wartości.

Identyfikacja i klasyfikacja uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestycyjnych pozwala przyjąć i uzasadnić stosowanie takich strategii pasywnych jak momentum i kontrariańska.

W podziale uwarunkowań według kryterium analityczno-decyzyjnego kluczowe jest założenie automatyzmu działań w strategiach wyko-

rzysujących anomalie rynkowe. Pozwala ono w pierwszej grupie uwarunkowań behawioralnych wyodrębnić te sprzyjające wykorzystaniu anomalii rynkowych. Dzięki nim ułatwione jest stosowanie strategii wykorzystujących uwarunkowania z drugiej grupy, będących przyczyną występowania anomalii. Ta kategoria uwarunkowań jest przedmiotem wielu opracowań finansistów behawioralnych.

Założenie automatyzmu działań pozwala również wyodrębnić uwarunkowania zebrane w grupie trzeciej kryterium analityczno-decyzyjnego, których wpływ na proces decyzyjny dzięki stosowaniu pasywnych strategii można ograniczyć.

3. Uwarunkowania behawioralne sprzyjające wykorzystaniu anomalii rynkowych

Inwestor chcący osiągać zyski na rynku kapitałowym w sporze między zwolennikami teorii rynków efektywnych a przedstawicielami finansów behawioralnych stanie po stronie tych drugich. Przyczyn jest kilka. Wyniki prowadzonych przez finansistów behawioralnych badań dowodzą możliwości uzyskiwania ponadprzeciętnych wyników z inwestycji. Strategie wykorzystujące anomalie nie wymagają wnikliwych analiz dopływających zewsząd informacji.

Jak wynika z badań ankietowych [Czerwonka, Gorlewski, 2012, s. 111; Kowalczyk, 2009, s. 71], inwestorzy w doborze spółek do portfela najczęściej kierują się przesłankami, które wiążą się z możliwie małym nakładem czasu i pracy. Jest to zrozumiałe w kontekście czynników sytuacyjnych, takich jak: presja czasu, zakres dostępnych informacji, zmienność otoczenia czy poziom niepewności. Podejmowanie decyzji w takich warunkach na podstawie wszystkich dostępnych informacji jest praktycznie niemożliwe.

Poza ograniczeniami sytuacyjnymi inwestor podlega ograniczeniom poznawczym, takim jak: stosunkowo niewielka pamięć operacyjna, słabo podzielna uwaga, podatność na emocje. W związku z tym jest skłonny stosować i rozwijać uproszczone mechanizmy podejmowania decyzji oraz mimowolnie popadać w pułapkę potwierdzenia. Przystosowuje się w ten sposób do zewnętrznych i wewnętrznych ograniczeń.

Inwestor dąży więc do tego, aby jak najmniej i jak najkrócej pracować nad strategią inwestycyjną. Napływające informacje porządkuje i kategoryzuje, ponieważ nie toleruje próżni i niejasności. Próbuje zidentyfikować trend lub prawidłowość w napływających danych, bo dopiero wtedy czuje się upoważniony do formułowania prognoz. Jak wykazał Ellsberg, lu-

dzie za wszelką cenę unikają niejasności [Zaleśkiewicz, 2012, s. 202]. Nawet za cenę nieracjonalnego zachowania.

Stosowanie pasywnych strategii wykorzystujących anomalie rynkowe pozwala wykorzystać wewnętrzne uwarunkowania behawioralne, z którymi walka byłaby bardzo trudna.

Występowanie anomalii, wykazane i wyjaśnione na gruncie psychologii, może być powodem stosowania strategii pasywnych przez inwestorów racjonalnych w sensie psychologicznym. Racjonalność jako „stan odznaczający się rozsądkiem, wolą akceptowania tego, co jest dobrze uzasadnione” [Zaleśkiewicz, 2012, s. 44] w świetle badań przedstawicieli finansów behawioralnych uzasadnia stosowanie automatyzmu w inwestowaniu.

4. Uwarunkowania behawioralne wymagające ograniczenia

Dzięki strategiom inwestycyjnym wykorzystującym anomalie rynkowe część uwarunkowań behawioralnych własnych i inwestorów z otoczenia można wykorzystać. Są też uwarunkowania, które dzięki stosowaniu tych strategii można ograniczać. Istotną ich częścią są emocje towarzyszące procesowi podejmowania decyzji. Najważniejsze, a zarazem najtrudniejsze w opanowaniu są chciwość, strach i nadzieja. Komar pisze o chciwości jako o chorobliwej żądzy posiadania [Komar, 2011, s. 45]. Według Bersteina odczuwają ją ci inwestorzy, którzy są po właściwej stronie rynku. Gdy wartość inwestycji wzrasta, poczucie pychy i wszechmocy powoduje u nich ignorowanie oznak zmiany trendu [Bernstein, 1996, s. 56]. Natomiast strach przed porażką każe utrzymywać stratne pozycje w nadziei na odwrócenie trendu.

Dyscyplina narzucona przez przyjętą pasywną strategię inwestowania pozwala eliminować wpływ emocji. Prosta metoda wyznaczania momentu zakupu i sprzedaży oraz sposobu doboru akcji pozwala również uniknąć negatywnego wpływu przekazów medialnych.

Media szybko rozpowszechniają informacje, więc ich wpływ na efektywność rynku, w kontekście teorii rynków efektywnych, powinien być pozytywny. Wiadomości płynące z mediów powinny umożliwiać inwestorom dokonanie racjonalnego wyboru. Analiza funkcjonowania mediów w kategoriach jakości informacji nie pozostawia jednak inwestorowi złudzeń [Pucek, Bierówka, 2011, s. 14].

Środki masowego przekazu rozpowszechniają zarówno informacje prawdziwe, niejasne i ogólnikowe, jak i fałszywe, niepotwierdzone, ale

domniemane oraz informacje o informacjach. Tworzą w ten sposób iluzję prawdy. Z natłoku informacji pochodzących z różnych źródeł i o różnym stopniu złożoności, a także pseudo- i parainformacji trudno jest odbiorcy wychwycić rzetelne i ważne informacje. Prawdziwe informacje są często zniekształcane pod wpływem chociażby poglądów panujących w redakcji gazety czy stacji telewizyjnej. W takich przypadkach można mówić o dwóch rodzajach zniekształceń: kontekście ideologicznym i przerysowaniu. W warunkach konkurencji na rynku mediów o uwagę czytelnika lub widza zabiega się sensacją i wyjątkowością komunikatu [Majewski, 2012, s. 225]. W takich warunkach jeszcze bardziej kuszące jest ograniczenie się do prostej, pasywnej strategii inwestowania.

Zakończenie

Przedstawiona klasyfikacja uwarunkowań nie ogranicza się do ujęcia behawioralnych aspektów jako przyczyn nieracjonalności inwestora i nieefektywności rynku. Niektóre uwarunkowania, takie jak awersja do niejasności czy wiara w trendy, pozwala wykorzystywać błędy wynikające z ograniczeń pozostałych inwestorów. Stosowanie prostych reguł decyzyjnych, jakie oferują strategie wykorzystujące anomalie, pozwala ograniczyć emocje i negatywny wpływ szumu informacyjnego tworzonego przez media.

Literatura

1. Barnstein J. (1996), *Cykle giełdowe*, WIG PRESS, Warszawa.
2. Buczek S.B. (2006), *Efektywność informacyjna rynków akcji: teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
3. Czerwonka M., Gorlewski B. (2012), *Finanse behawioralne Zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
4. Czerwonka M., Rzeszutek M. (2012), *Przejawy i uwarunkowania różnic międzypłciowych w zachowaniach inwestycyjnych z punktu widzenia finansów behawioralnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 122, s. 116-129.
5. Dreman D. (1998), *Contrarian Investment Strategies: the Next Generation*, Simon & Schuster, New York.
6. Fama E. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance”, vol. 25, s. 383-417.
7. Komar Z. (2011), *Sztuka spekulacji po latach*, tom 1., Linia, Warszawa.
8. Kowalczyk P. (2009), *Zachowania i preferencje inwestorów indywidualnych na rynku akcji*, „Optimum – Studia Ekonomiczne”, nr 41, s. 69-81.

9. Majewski S. (2012), *Wpływ czynników behawioralnych na rynkową wycenę akcji: ujęcie ilościowe*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
10. Pucek Z., Bierówka J. (2011), *Media a opinie i postawy społeczne*, Krakowska Akademia im. Andrzeja F. Modrzewskiego, Kraków.
11. Szyszka A. (2009), *Finanse behawioralne Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
12. Ślepaczuk R. (2006), *Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku*, „e-Finanse”, nr 1, s. 1-12.
13. Tversky A., Kahneman D. (1979), *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, „Econometrica”, vol. 47, s. 263-292.
14. Zaleśkiewicz T. (2012), *Psychologia ekonomiczna*, PWN, Warszawa.
15. Zielonka P. (2011), *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa.
16. www.sjp.pwn.pl, dostęp dnia 07.03.2013.

Streszczenie

W artykule przedstawiono stosowane dotychczas podziały uwarunkowań behawioralnych decyzji inwestycyjnych. Ponadto podjęto próbę klasyfikacji tychże uwarunkowań według dwóch podstawowych kryteriów: podmiotowo-przedmiotowego i analityczno-decyzyjnego.

Słowa kluczowe

skłonności poznawcze, skłonności motywacyjne, anomalie, strategia momentum, strategia kontrariańska

Behavioral determinants of investment decisions (Summary)

In the paper are presented behavioral determinants of investment decisions, in their previously used divisions. Moreover, an attempt has been made to classify and briefly characterized these determinants according to two basic criteria: subject-object and analytical-decision making.

Keywords

cognitive tendencies, motivational tendencies, anomalies, momentum strategy, contrarian strategy

