

# Nieracjonalne zachowania inwestorów na rynkach kapitałowych w ujęciu teoretycznym

Marcin Fuksiewicz<sup>1</sup>

## Wprowadzenie

Realia inwestycji na rynkach kapitałowych pokazują, że klasyczne, oparte na racjonalności metody, analizy nie opisują dokładnie funkcjonowania tych rynków, jednocześnie nie dają wiele możliwości predykcyjnych co do przewidywania konkretnych opcji inwestycyjnych. Sytuację w ostatnim czasie komplikuje stosowanie automatycznych systemów inwestycyjnych opartych na algorytmach obrotu papierami wartościowymi, zmieniających dotychczasowy model funkcjonowania rynku.

Odpowiedzią na ten stan rzeczy stała się dziedzina wiedzy: *behavioral finance*, która stara się wypracować narzędzia i teorie dla finansistów, inwestorów i innych osób korzystających przede wszystkim z matematycznych narzędzi i modeli do podejmowania decyzji. Chce wypracować metody, za pomocą których możliwe będzie podejmowanie lepszych decyzji w obszarach z pogranicza psychologii i ekonomii. Wykorzystywanie z jednej strony ekonomicznej logiki, a z drugiej strony indywidualnego podejścia powinno owocować stworzeniem także lepszych technik podejmowania decyzji inwestycyjnych na giełdach papierów wartościowych [Reilly 1997: 196–198].

Kluczowe staje się także przedstawienie psychologicznego opisu inwestora jako niezależnego podmiotu oraz jako członka zbiorowości inwestorów. Za pomocą środków komunikacji, stając się członkiem grupy inwestorów, ogranicza racjonalność własnych decyzji. Świadomość przynależności do zbiorowości inwestorów daje szansę lub stwarza ryzyko dla samej inwestycji.

Głównym celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych nieekonomicznych teorii podejścia do inwestycji na rynkach kapitałowych oraz ukazanie inwestora jako niezależnej jednostki oraz członka grupy wraz z prezentacją konsekwencji tej przynależności.

## Efektywności rynków kapitałowych a nieracjonalne aspekty inwestycji

Pomimo ciągle postępujących zmian na rynkach kapitałowych teoria rynków efektywnych (EMH) jest ciągle używana do ich opisu. Zaproponowana przez E.F. Fama

---

<sup>1</sup> Mgr Marcin Fuksiewicz, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Wydział Zamiejscowy w Chorzowie, fuksiewicz.marcin@gmail.com.

w 1970 r. teoria ma za zadanie pokazywać, jaka ilość informacji jest odzwierciedlona w cenach papierów wartościowych. Teoria ta ma ściśle odniesienie do strategii stosowanych przez inwestorów, aktywnych lub pasywnych. Stosujący pasywne strategie inwestycyjne wychodzą z założenia, że na rynku toczy się normalna gra rynkowa, a popyt i podaż kreują cenę poprzez ścieranie się ze sobą działań dużej liczby pojedynczych inwestorów. Inwestorzy ci dysponują obiektywnymi i dostępnymi informacjami. Biorąc je pod uwagę, przyjmują, że ceny instrumentów finansowych odzwierciedlają w pełni ich wartość. W takich warunkach pojedynczy inwestor nie jest w stanie wygrać z rynkiem i uzyskać ponadnormatywnego poziomu zysków. Pozostaje mu tylko bierne naśladownictwo. Inwestorzy działający według strategii aktywnej, w przeciwieństwie do zwolenników pasywnej, nie wierzą w efektywność rynku. Sądzą, że można wskazać momenty, w których rynek traci efektywność, i tak dobierają portfele papierów wartościowych, aby uwzględniały spółki, które ich zdaniem nie są dowartościowane. Często zmieniają portfel, próbując dostosowywać jego skład do obserwacji spółek i rynku.

Rzeczywistość okazuje się bardziej skomplikowana niż modele, stąd konieczność stworzenia grupy teorii wyjaśniających anomalie psychologiczne występujące na rynkach. Najistotniejszym wyrazem tego trendu było stworzenie przez Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego pola do badań pod postacią dziedziny wiedzy zwanej *behavioral finance*. Głównym założeniem i jej podstawą stało się w tym przypadku stwierdzenie, że ludzie w swojej działalności na rynkach finansowych nie zachowują się zawsze w sposób racjonalny i logiczny. Kahneman za całokształt swoich badań został uhonorowany w 2002 r. Nagrodą Nobla [Paulos 2003: 17–19]. *Behavioral finance* stara się, poprzez swoje teorie, wyjaśnić różnice pomiędzy racjonalnymi i logicznymi, wydawałoby się, modelami zachowań, które nie nadają się jednak do praktycznego użycia lub nie sprawdzają się w rzeczywistości, a faktycznymi zachowaniami np. inwestorów na rynkach kapitałowych. Nie odrzuca jednak typowo teoretycznych modeli, zakładając, że w przyszłości mogą się stać podstawą dla nowo powstających teorii, dających rozwiązania praktyczne w tym zakresie [Milne 1995: 3–11].

U podstaw finansów behawioralnych leży wpływ psychologii i socjologii na postrzeganie klasycznych finansów. Pozwalają one zrozumieć procesy podejmowania decyzji inwestycyjnych, kładąc nacisk na analizę schematów myślowych inwestorów w czasie ich podejmowania. Proponują odejście od założenia, że ludzie zachowują się zgodnie z logiką podczas swoich inwestycji. Tak charakterystyczne założenie ekonomii o istnieniu homo oeconomicus jest tutaj błędne [Paulos 2003: 17–19]. *Behavioral finance*, bazując na psychologii i ekonomii, poszukuje na podstawie tych dwóch dziedzin podstaw do lepszego podejmowania decyzji finansowych [Reilly 1997: 196–198]. Wielokrotnie można spotkać również inną nazwę: *behavioral economics* [Belsky, Gilovich, Gilovich 1999]. R. Fuller, starając się określić najważniejsze cechy finansów behawioralnych, wyznaczył kilka najważniejszych poruszanych przez nie problemów i zagadnień:

- połączenie klasycznej ekonomii i finansów z psychologią oraz naukami zajmującymi się podejmowaniem decyzji;

- wyjaśnienie pewnych anomalii w zachowaniach inwestorów działających na rynku;
- analiza błędów cyklicznie popełnianych przez inwestorów.

R. Olsen stwierdził natomiast, iż najważniejszą ich cechą nie jest poszukiwanie racjonalności w zachowaniach inwestorów, ale poszukiwanie, rozumienie i przewidywanie niezgodności w zachowaniach inwestorów w stosunku do tradycyjnej teorii użyteczności podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych [Olsen 1998: 10–18]. Behavioral finance, jako dziedzina nauki bazująca na studiach psychologicznych i teoriach związanych z podejmowaniem decyzji, odpowiada na pytania dotyczące między innymi inwestycji kapitałowych:

- dlaczego inwestorzy są o wiele pewniejsi swoich umiejętności, niż powinni;
- dlaczego nadmiernie polegają na własnych prognozach;
- dlaczego nie potrafią właściwie interpretować docierających do nich informacji;
- dlaczego podejmują decyzje pod wpływem chwilowych emocji;
- dlaczego doświadczają iluzji kontroli nad swoimi inwestycjami;
- dlaczego przyjmują opinie różnego rodzaju „guru” giełdowych;
- dlaczego nie zamykają przegranych pozycji, mimo iż strata się powiększa.

Większość teorii ekonomicznych opisujących inwestycje na rynkach kapitałowych jest odmienna od założeń *behavioral finance*. Ta rozbieżność wynika z założenia przez klasyczną teorię ekonomii i jej pochodne, że ludzie zachowują się racjonalnie i racjonalnie podejmują decyzje, aby osiągnąć maksymalny zysk. Psychologiczne badania pokazują, że jest to nieprawda, a inwestorzy na rynkach kapitałowych – w szczególności krótkoterminowi – nie zawsze działają racjonalnie oraz nie zawsze podczas swoich inwestycji kierują się kryterium maksymalnego zysku. Praktyczne informacje na temat zjawiska przedstawiali już Benjamin Graham oraz David Dodd, uzależniając istnienie różnic w sposobie inwestowania od tego, że różne osoby mają różny styl inwestowania. Jest to pierwsza informacja mówiąca o tym, że inwestorów można sklasyfikować według pewnych kryteriów zachowań. Przedstawiają oni praktyczne przykłady podejścia do, wydawałoby się, oczywistych danych rynkowych jak np. sposób analizy wskaźnika P/E w zależności od jego poziomu. W świetle *behavioral finance* decyzje inwestycyjne są podejmowane z uwzględnieniem z jednej strony obiektywnych czynników wpływających na ryzyko, a z drugiej subiektywnych charakteryzujących konkretnego inwestora [Akan, Kiyilar 2009: 461].

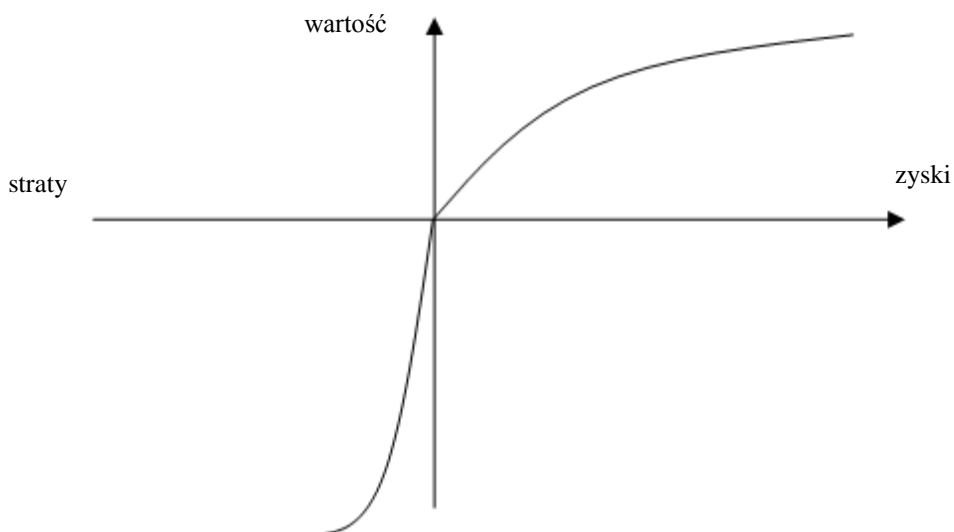
W latach osiemdziesiątych kilku ekonomistów takich jak Richard Thayer z University of Chicago z psychologami takimi jak Amos Tversky i Daniel Kahneman rozpoczęto badanie procesów podejmowania decyzji przez inwestorów i w ogóle decyzji finansowych na podstawie różnych psychologicznych koncepcji. Wtedy to właśnie narodziła się *behavioral finance* jako dyscyplina naukowa. Zwraca ona uwagę na szereg aspektów inwestowania powszechnie lekceważonych lub niezauważanych przez inne teorie z zakresu inwestycji, a stanowiących często motywy inwestorów do „specyficznego”, wydawałoby się, nielogicznego zachowania na rynku finansowym. Behavioralna teoria finansów rzuca także światło na wyjaśnienie nagłych spadków i wzrostów akcji pomimo braku zmian w sytuacji fundamentalnej przedsiębiorstw. Wyjaśnia zatem, jak tworzą się okresy paniki i euforii na rynku. *Behavioral finance* skupia swoją uwagę na wielu zjawiskach, które mają cyklicznie miejsce na rynku finansowym, a nie

dają się wpasować w modele ekonomiczne. Pozwala wyjaśnić, dlaczego rynki finansowe są nieefektywne [Sewell 2007: 1].

### Wybrane teorie *behavioral finance* opisujące obszary nieracjonalnych zachowań inwestorów

W obszarze *behavioral finance* można wyróżnić najważniejsze teorie:

1. *Prospect theory* – podstawowym jej założeniem jest spostrzeżenie, że ludzie różnie reagują w równoważnych, ale przeciwnych emocjonalnie sytuacjach, mają różną perspektywę. Jest to podważenie klasycznej teorii użyteczności i zaproponowanie odrębnego modelu podejmowania decyzji przez pryzmat ryzyka. Zatem postrzeganie sytuacji, np. na giełdzie papierów wartościowych, jest uzależnione od tego, czy inwestorzy posiadają instrumenty finansowe, które zyskując lub tracąc na wartości, wywołują odmiennie emocje: pozytywne lub negatywne. Rzeczywistość pokazuje, że reagują oni bardziej emocjonalnie w obliczu straty niż osiągnięcia zysku. Implikuje to oczywiście sytuacje na giełdach papierów wartościowych, gdzie wpływ negatywnych emocji w przypadku spadku cen, np. akcji, może być większy niż w przypadku euforii. W tym wypadku pojawia się awersja do ryzyka (*risk-aversion*) polegająca na tym, że ludzie są w stanie podjąć o wiele większe ryzyko, aby uniknąć strat, niż aby osiągnąć zysk. Nawet w sytuacjach gdy zysk jest potencjalnie łatwy do osiągnięcia, rezygnują z działania w celu jego zdobycia. Natomiast w sytuacjach powodujących możliwość straty są w stanie podjąć o wiele większe ryzyko, aby jej uniknąć. Oznacza to, że ludzie są skłonni płacić więcej, aby jakąś wartość zachować niż aby ją osiągnąć. Tę teorię można wykorzystywać do tłumaczenia często występujących sytuacji, w których ludzie nadmiernie angażują się w „uśrednianie” pogłębiającej się straty, niż uśrednianie zysku. Obrazowo takie zachowania przedstawia rys. 1 [Heutel 2017: 7–18], który wskazuje na tendencję odmiennych reakcji ludzi na pojawiające się zyski i straty. Duże nachylenie krzywej użyteczności podczas osiągnięcia niewielkiej straty może wyjaśniać, dlaczego ludzie tak bardzo unikają strat i starają się zamykać swoje pozycje z niewielkim nawet zyskiem. Krzywa użyteczności jest inna, jeśli chodzi o osiągnięcie jednostkowo, np. pieniądze, takiej samej straty, co zysku [Gorlewski 2004: 98–111].
2. *Regret theory* – określa podstawowe zależności dotyczące ludzkich reakcji na błędną ocenę sytuacji. Chodzi między innymi o dość typowe, a sprawiające wrażenie nielogiczności sytuacje, w których inwestor nie kupuje papierów wartościowych po spadku ich cen, w momencie gdy stają się one ponadnormatywnie tanie. Nie bierze pod uwagę ich prawdopodobnych możliwości wzrostu. Z drugiej strony inwestorzy nie chcą sprzedawać papierów wartościowych, których wartość spadła i na których notują stratę, aby uniknąć złego samopoczucia wynikającego z jej realizacji i straty. Mogą oni różnie odreagowywać stres wywołany taką sytuacją i zazwyczaj kopiują zachowania większości inwestorów, np. kupują popularne przewartościowane akcje. Skutki takich posunięć mogą być różne. Działanie wbrew tłumowi rynkowemu może być trudniejsze, jeśli okazuje się potem, że było ono niewłaściwe w skutkach [Loomes, Graham, Sugden 1982].



**Rysunek 1. Funkcja użyteczności według teorii perspektywy**

Źródło: [Gorlewski 2004: 105]

3. Zakotwiczenie (*anchoring*). Fenomen ten jest często obserwowany na rynkach kapitałowych i polega na tym, że w sytuacji braku istotnych informacji na temat papierów wartościowych inwestorzy zakładają, że bieżące ceny odpowiadają prawdziwej wartości przedsiębiorstwa. W rzeczywistości może to prowadzić do bardzo nieracjonalnej wyceny papierów wartościowych związanej z tym, że na rynku rosnącym, gdy ceny papierów wartościowych osiągają rekordy wartości, stają się punktem odniesienia dla inwestorów, którzy nawiązują swoimi działaniami do właśnie wysokich wartości. „Zakotwiczenie” może dotyczyć również innych sytuacji, w których inwestorzy nieracjonalnie przyjmują niski poziom cen za obowiązujący i wyznaczający wartość np. akcji. Patrząc z perspektywy dłuższego czasu, łatwo zauważyć, że zakotwiczenia danej ceny mogą często powodować jej stabilizację na niezmiennym poziomie przez długi czas. Jest to w dużej mierze powodowane dostępnością informacji na dany temat. Ciągła obserwacja cen papierów przez inwestorów utwierdza ich w przekonaniu, że taka jest właśnie ich cena. Jest to bezpośrednio związane z systematycznym błędem w myśleniu zwanym heurystyką dostępności [Tversky, Kahneman 1973].
4. Pozytywna i negatywna „nadreakcja” na informacje płynące z rynku. Zjawisko to objawia się zbyt intensywnymi działaniami inwestorów na rynku w postaci np. nadmiernego wyprzedawania papierów wartościowych w reakcji na złe informacje i lawinowych zakupów w sytuacji optymistycznych wiadomości. „Nadreakcja” może być odpowiednio wzmocniana lub osłabiana przez wydarzenia bezpośrednio z rynku [Shefrin 2000].

Poza powyższymi teoriami w *behavioral finance* funkcjonują również te mniej wyraziste, rzadziej opisywane w literaturze, wpływające także na budowanie pełnego obrazu rynku kapitałowego.

## Inwestor jako jednostka i członek grupy

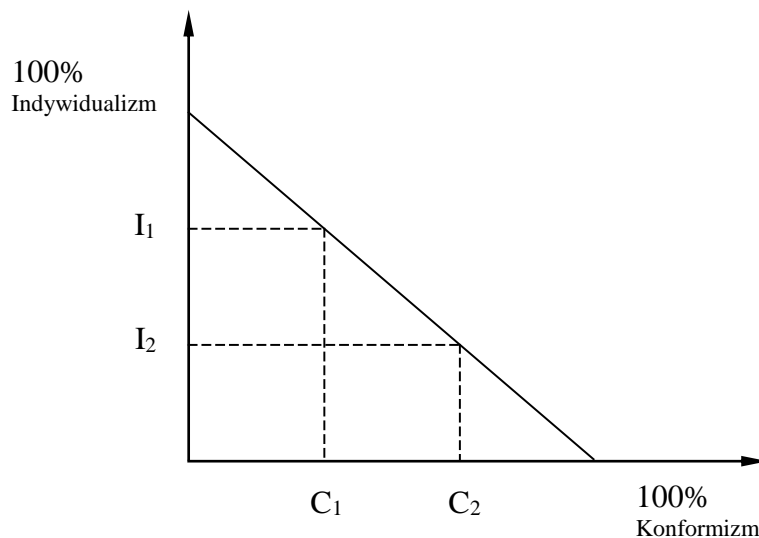
Oprócz zasobów *behavioral finance* należy wspomnieć o roli samej psychologii w opisie inwestycji kapitałowych, przede wszystkim przez pryzmat inwestora jako podstawowego podmiotu kupującego i sprzedającego papiery wartościowe. Podejście to było już używane do opisu we wczesnej fazie rozwoju rynków kapitałowych, jednak prawdziwe uznanie tej dziedziny wiedzy jako istotnego elementu służącego do ich opisu nastąpiło dopiero w połowie XX w. Jednym z pierwszych ekonomistów, który zauważył, że rynki finansowe nie zawsze bazują na racjonalnej ich wycenie, lecz na zachowaniach grupowych, był J.M. Keynes. Spostrzegł on, że wielokrotnie się zdarza, iż na rynku notuje się wzrosty fundamentalnie złych papierów wartościowych, co nie powinno się zdarzać. Nieracjonalne zachowania inwestorów powszechnie obserwowane na różnego rodzaju rynkach nie są zjawiskami nowymi. Przykładem pierwszych intensywnych wzrostów niepodpartych fundamentami były spekulacje na rynku cebulek tulipanów w Holandii w latach od 1634–1637 r. [Palenik 2004: 102–105]. Tulipomania była pierwszym przykładem niekontrolowanego, nieracjonalnego wzrostu cen towarów. Ceny niektórych odmian tulipanów doszły do wartości tak dużej, że za cebulkę tulipana można było kupić mały dom. Wartość niektórych z nich, w przeliczeniu na dzisiejsze warunki, wynosiła ok. 840 tys. USD. 2 lutego 1637 r. rynek bulw tulipanów załamał się. Spowodowało to falę bankructw i przeszacowanie wartościowych cebulek tulipanów [Myers 1999].

Psychologia inwestowania wywodzi się z klasycznej psychologii, a jako odrębna dziedzina wiedzy została wykreowana przez psychologów i socjologów zajmujących się rynkami kapitałowymi. Bazuje ona na szeregu teorii z dziedzin: psychologii, socjologii, psychologii społecznej i innych nauk społecznych dotyczących przede wszystkim dwóch nurtów – analizie zachowania jednostki i grupy ludzi. Ogólnie rzecz biorąc na psychologię inwestowania można spojrzeć właśnie z tych dwóch punktów widzenia. Z jednej strony istnieje na rynku jednostka podatna na wpływ otoczenia, w tym innych inwestorów, posiadająca własne charakterystyczne cechy, a z drugiej strony są grupy inwestorów reagujące całkiem odmiennie niż suma zachowań ich pojedynczych członków. Zachowanie jednostki inwestującej na giełdzie papierów wartościowych nie zawsze charakteryzuje się racjonalnością. Inwestor teoretycznie mógłby tak postępować, gdyby był odizolowany całkowicie od otoczenia innych inwestorów. W rzeczywistości jest to praktycznie niemożliwe [Fox 2001: 58–63]. Inwestorzy działający na rynku kapitałowym nie zachowują się jak pojedyncze jednostki, ale ulegają mniejszemu lub większemu wpływowi zbiorowości innych inwestorów, którzy ich otaczają. Samo ocenianie inwestycji powoduje konieczność kontaktowania się z serwisami finansowymi i mediami, gdzie pojawiają się informacje sugerujące działania i wpływają pośrednio na sposób zachowań inwestycyjnych inwestora [Pring 1998: 105–124]. Dzięki nowoczesnym środkom telekomunikacyjnym wpływ ten może być wywierany przez osoby znajdujące się w różnych częściach świata. Presja odczuwana jest przez inwestorów pochodzących z różnych kręgów kulturowych w Nowym Yorku, Tokio, czy Londynie [Elder 2012: 65–66]. Jest to sytuacja o tyle interesująca, iż większość teorii ekonomicznych opisujących rzeczywistość giełdową opiera się na założeniu, że każda jednostka podejmuje swoje decyzje samodzielnie. „Zakwestionowanie tego założenia oznacza ryzyko przyznania, że obecne

modele ekonomiczne w bardzo niewielkim stopniu przystają do rzeczywistego świata” [Plummer 1995: XI]. Faktem jest, że pojedynczy inwestorzy czasami poddają się działaniu zbiorowości. Nie oznacza to, że nie można przewidzieć zachowania takiej grupy. Mechanizm ten można próbować wytłumaczyć na przykład przywiązaniem inwestorów do opinii i decyzji, które podjęli wcześniej. Skutkuje to niechęcią do zmiany własnego zdania pod wpływem zmiany warunków na rynku. Wielu autorów podkreśla, iż aby dobrze i skutecznie inwestować niezbędne jest systematyczne, powtarzalne podejście do inwestycji, aż staną się one drugą naturą inwestora. Należy stworzyć swój mechanizm działania i rozumieć mechanizmy działania innych inwestorów.

Podczas swoich działań na rynku kapitałowym inwestor powinien postępować racjonalnie. Jako członek grupy podporządkowuje się jednak jej zachowaniom, a wówczas może on zachowywać się nielogicznie i w sposób emocjonalny inwestować kapitał. Inwestor zatracza wtedy swój indywidualizm i identyfikuje potrzeby grupy jako swoje własne. Dla jednostki inwestującej ważne jest, aby była w stanie uniezależnić się od zachowania grupy i popełnianych przez nią błędów [Plummer 1995: XIV]. W kulturze Zachodu, szczególnie w Stanach Zjednoczonych i państwach Europy Zachodniej, mocno akcentowane jest wyodrębnienie i niezależność jednostki. Jednak mimo wszystko inwestor nie może istnieć samodzielnie, niezależnie od pozostałych uczestników rynku.

O ile zachowanie pojedynczej jednostki na rynku trudno przewidzieć, o tyle grupy już łatwiej. To czy dana osoba zachowuje się jak jednostka, czy przyjmuje zachowania grupy, zawiera się w koncepcji dwoistości cech. W zależności od sytuacji ludzie zachowują się jak jednostki niezależne lub podporządkowują się zachowaniu grupy – następuje gra pomiędzy indywidualizmem a konformizmem.



**Rysunek 2. Relacja indywidualizmu i konformizmu**

Źródło: [Plummer 1995: 8].

Konformizm określa się jako zmianę zachowań lub opinii danej osoby w wyniku rzeczywistego lub wyimaginowanego wpływu jakiejś osoby albo grupy ludzi [Aronson, Wilson, Alert 1997: 264]. Stopień akceptacji pewnych zachowań, norm, postaw, wartości itd. innych jednostek u pewnych ludzi jest większy niż u innych [Polakowska-Kujawa 1999: 33–37]. Konformizm jest mechanizmem, który niejako zmusza jednostkę do zatracenia swojego własnego zdania i osobowości na rzecz postaw i modeli zachowań społeczeństwa lub innych grup. Tłumaczy, dlaczego ludzie zachowują się podobnie do innych. Dzieje się tak dlatego, że inni ludzie pokazują jedyny dostępny schemat działania w danej sytuacji. Oznacza to, iż w momencie braku innych wzorców zachowań stanowią oni jedyny schemat działania. Im bardziej inwestorzy mają zaufanie do danej grupy, tym bardziej są skłonni działać jak ona. Istnieje tu niebezpieczeństwo, iż będą bardziej wierzyć w czyjąś interpretację danej sytuacji niż we własną. Zachowanie tego typu można identyfikować na rynku kapitałowym w sytuacjach, gdy jego uczestnicy zaczynają reagować emocjonalnie na istniejącą sytuację. Zdarza się wówczas, że zaczynają powielać mechanizmy zachowań innych inwestorów, obserwując je w mediach. Konformizm na rynku kapitałowym nie jest zazwyczaj mechanizmem, który oddziałuje na inwestorów w sposób pozytywny, chociaż pewne strategie inwestycyjne mogą go wykorzystywać. Mechanizm konformizmu może tłumaczyć przyjmowanie zachowań innych za własne z prozaicznego powodu – ludzie chcą być lubiani. Według E. Aronsona wyróżnia się trzy rodzaje zachowań konformistycznych:

1. Uleganie. Jest to zachowanie, które jest skutkiem motywowania pozytywnego lub negatywnego do takiego lub innego zachowania.
2. Identyfikacja. Motywem w tym wypadku jest pragnienie przynależności do ludzi zachowujących się w pewien specyficzny sposób. Zachowanie grupy, do której jednostka próbuje należeć, jest według niej atrakcyjne. Uważa ona, iż opinie, zachowania grupy są dobre i identyfikuje się z nimi kopiując je.
3. Internalizacja. Jest formą konformizmu najbardziej trwałą i skuteczną. Polega ona na tym, iż czynnikiem powodującym dane zachowanie jest przekonanie o słuszności danych postaw, ocen czy wzorów zachowań [Polakowska-Kujawa 1999: 33–41].

Linia na rys. 2 obrazuje zmieniające się postawy. Miejsce, w którym na wykresie można umieścić zachowanie danej osoby zależy od tego, jak ta osoba akceptuje poglądy innych ludzi, godząc się ograniczyć swoją własną przestrzeń i indywidualność. Należy w tym miejscu spróbować określić pojęcie konformizmu i indywidualizmu (non-konformizm). Konformizm w tym wypadku może być ujmowany nieco odmiennie niż w socjologii. Można go opisać jako poddawanie się naciskom grupy [Walczak-Duraj 1995: 95–96]. „konformizm to zmiana zachowania lub poglądów (opinii) danej osoby spowodowana rzeczywistym lub wyobrażonym naciskiem ze strony jakiejś osoby lub grupy” [Walczak-Duraj 1995: 95].

Jak wspomniano wcześniej, zachowania grupy inwestorów są przewidywalne. Psychologia podaje dowody, iż w pewnych szczególnych sytuacjach przewidzenie zachowania jednostki nie jest możliwe [Tyszka 2000]. Należy dodać, że w wypadku, gdy inni członkowie grupy są fizycznie obecni, w otoczeniu jednostki następuje eskalacja nacisku grupy. Jednak podobną sytuację może wywołać samo psychiczne przeświadczenie o istnieniu grupy lub jej obecności, co ma miejsce na giełdach papierów wartościowych [Walczak-Duraj 1995: 96–98]. Mimo że inwestor na giełdzie podejmuje



samodzielnie decyzje na podstawie własnych analiz i przemyśleń, to jednak cały czas oddziałuje na niego poprzez środki masowego przekazu tzw. instynkt stadny. Nawet doświadczonym i niezależnym inwestorom zdarza się reagować „stadnie” i np. kupować akcje w nieodpowiednim momencie, gdy inwestor powinien był je sprzedawać, ponieważ były najdroższe. Inwestor jednak uległ tendencji integracyjnej, by stać się członkiem zbiorowości. Wtedy też jego zachowanie było inne, niż gdyby działał w pojedynkę [Plummer 1995: 9–10]. Wynika to z faktu, że każda jednostka odczuwa potrzebę identyfikacji z członkami pewnej grupy oraz „podążanie wraz z tłumem jest naturalnym ludzkim instynktem” [Slayter 23]. Działając w grupie jednostki są w stanie podjąć wyższe ryzyko niż w pojedynkę. Jest to szczególnie niebezpieczne, ponieważ może doprowadzić do sytuacji, w której przewidywany zysk może nie być wart ryzyka [Kozielski 1997: 401].

To, że ludzie łączą się w grupy, jest skutkiem ich zagubienia i braku równowagi w ich działaniu. „Rodzi on [brak równowagi] stres, konflikt lub rywalizacje, dając w ten sposób cel dla stworzenia zbiorowości. Celem jest tu oczywiście zmiana sytuacji braku równowagi, co ma przynieść korzyści członkom grupy” [Plummer 1995: 22]. Aby być członkiem grupy należy się z nią identyfikować i przyjmować cele grupy za własne [Szczepański 1970]. W momencie gdy cel taki zostanie osiągnięty, jednostki uzyskują stan równowagi i zbiorowość się rozpada. Inwestorzy jako grupa są otwarci na otoczenie, szczególnie na wymianę z nim energii i informacji. Wymiana energii ma miejsce przez ciągle opuszczanie i wiązanie się z grupą nowych członków. Przekazywanie informacji przebiega natomiast inaczej. Uczestnicy grupy mogą otrzymywać informacje i przekazywać je innym, a w dzisiejszych czasach, dzięki nowoczesnym środkom telekomunikacyjnym, mogą to robić nawet wtedy, gdy nie zbierają się w jednym miejscu. Członkowie grup cały czas czekają na nowe informacje, ale jako że charakteryzuje ich stan napięcia i braku równowagi, są oni bardzo podatni na sugestie, a ich nastroje i odczucia bardzo szybko obejmują swym zasięgiem wszystkich członków grupy [Plummer 1995: 22–23]. Grupy inwestorów oczekujących wzrostu lub odpowiednio spadku akcji wciąż poszukują nowych członków, osób myślących podobnie lub starają się poprzez media skłonić niezdecydowanych do swojej koncepcji myślenia. Oznacza to świadomą lub nieświadomą manipulację. Dlatego też racjonalne, świadome działanie na podstawie wniosków z analiz nie jest w takiej sytuacji możliwe. Większość, przede wszystkim początkujących inwestorów, wielokrotnie pomija w planach inwestycyjnych aspekty psychologiczne inwestycji swoich działań i dlatego później emocje inwestorów każdorazowo przekładają się na ich decyzje inwestycyjne i pośrednio na kursy akcji. Stąd wielokrotnie obserwowane są niespodziewane, nielogiczne wahania cen papierów wartościowych, np. głębokie spadki fundamentalnie dobrych spółek itd.

## Podsumowanie

Na podstawie relatywnie często pojawiających się na giełdach papierów wartościowych sytuacji anomalii cenowych, bez wątpienia można stwierdzić, że klasyczne modele opisujące rynki kapitałowe nie w każdym momencie przedstawiają prawdziwy

ich obraz. Wiąże się to oczywiście z faktem, że inwestorzy nie są w stanie na ich podstawie pokonać rynku, osiągając ponadnormatywny zysk lub choćby uniknąć strat. Zaprezentowane w artykule teorie wyjaśniają w sposób merytoryczny mechanizmy działania takich anomalii. Należy je uznać z jednej strony jako narzędzia do wyjaśniania nieracjonalnych sytuacji, a z drugiej zwiększające efektywność inwestycji. Umiejętność wykorzystania nieracjonalnych momentów na giełdach do osiągnięcia zysku, a z drugiej strony uniknięcie ich pułapek wpłynie bezpośrednio na osiąganą przez inwestora stopę zwrotu z inwestycji.

Cykliczny brak racjonalności w kierunku, w jakim podążają rynki kapitałowe powoduje, że zapotrzebowanie na często nieekonomiczne metody, dzięki którym będzie można przewidywać i identyfikować takie sytuacje, wykorzystując je w inwestycjach kapitałowych będzie rosło. Gdy powyższy obraz jest uzupełniony wiedzą na temat świadomości własnych słabości w sytuacjach emocjonalnie trudnych oraz siły innych, w szczególności dużych inwestorów dysponujących także przewagą techniczną i technologiczną z całą pewnością podniesie to jakość inwestycji w szczególności małych, działających niezależnie inwestorów.

## Bibliografia

- Acar O., Kiyilar M., 2009, *Behavioural Finance and the Study of Irrational Financial Choices of Credit Card Users*, „Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica”.
- Adamus-Matuszynska A., 1997, *Wybrane problemy socjologii*, skrypt uczelniany Akademii Ekonomicznej w Katowicach im. Karola Adamieckiego, Katowice.
- Aronson E., Wilson T.D., Alert R.M., 1997, *Psychologia społeczna. Serce i umysł*, Zysk i S-ka, Poznań.
- Belsky G., Gilovich T., Gilovich G., 1999, *Why Smart People Make Big Money Mistakes – and How to Correct Them: Lessons from the New Science of Behavioral Economics*.
- Elder A., 2012, *Zawód inwestor giełdowy psychologia taktyka inwestycyjna zarządzanie portfelem*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Fama E.F., Miller M.H., 1971, *Theory of Finance*, Graduate School of Business The University of Chicago, Dryden Press Hinsdale, Illinois.
- Fama E.F., 1976, *Foundation of Finance Portfolio Decision and Securities Prices*, Basic Books, Inc., New York.
- Fox J., 2001, *When the bubbles burst*, „Fortune,” June.
- Gorlewski B., 2004, *Finanse behawioralne – czy decyzje inwestycyjne są racjonalne*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 47, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Heutel G., 2017, *Prospect theory and energy efficiency*, „National Bureau of Economic Research”, Cambridge.
- Kozielski J., 1997, *Psychologiczna teoria decyzji*, wyd. II popr. i rozsz., Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Loomes G., Sugden R., 1982, *Regret Theory An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty*, „The Economic Journal”, Vol. 92, No. 368.
- Mikołajek-Gocejna M., Urbaś T., 2017, *Racjonalni inwestorzy zamiast racjonalnych oczekiwań w hipotezie rynku efektywnego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 481.
- Milne F., 1995, *Financial Theory and Asset Pricing*, „Clarendon Press”, Oxford.
- Myers J., 1999, *Investment Manias and speculative Bubbles, adapted from „Profits Without Panic” Investment Psychology For Personal Wealth*.
- Olsen R., 1998, *Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility*, „Financial Analysts Journal 54”, No. 2 (March/April).

- Palenik M., 2004, *Zachowania stadne na rynkach finansowych – racjonalne czy irracjonalne*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 12 (168).
- Paulos J.A., 2003, *A Mathematician Plays the Stock Market*, Basic Books, A Member of Perseus Book Group, New York.
- Plummer T., 1995, *Psychologia rynków finansowych u źródeł analizy technicznej*, WIG – Press, Warszawa.
- Polakowska-Kujawa J. (red.), 1999, *Socjologia ogólna Wybrane problemy*, (Anna Kozłowska), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Pring M.J., 1998, *Investment Psychology Explained Classic Strategies to Beat the Market*, John Wiley&Sons Inc., New York.
- Reilly F.K., 1997, *Investment Analysis and Portfolio Management*, sixth edition, John Wiley&Sons Inc., New York.
- Sewell M., 2008, *Behavioural Finance*, Department of Computer Science, University College London.
- Sędkowski T., 2004, *Wpływ strategii inwestycyjnych na sposób zarządzania portfelami papierów wartościowych*, „Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 46, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa.
- Shefrin H., 2000, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press.
- Slatyer W., 1998, *Spekulacja: podejście Strategiczne*, K.E. Liber, Warszawa.
- Szczepański J., 1970, *Elementarne pojęcia socjologii*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Tversky A., Kahneman D., 1973, *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*, „Cognitive Psychology”.
- Tyszka T., 2000, *Psychologiczne pułapki oceniania i podejmowania decyzji*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk.
- Walczak-Duraj D., 1975, *Wykłady z podstaw socjologii*, skrypt dla studentów kierunków ekonomicznych, OMEGA-PRAKSIS, Łódź.

## **Irrational behaviors of investors on capital markets described in terms of the most important theories and the aspect of their functioning as individuals and members of their groups**

### Summary

Attempting to increase the efficiency of capital investments, investors are looking for other methods, in addition to the classic approach, enabling them to achieve extra profits or avoid losses. This seems to be complemented by theories based on the description of irrational investors' behavior and the non-economic aspects of the functioning of the capital markets. This study shows main theories of behavioral finance that show irrational investors' behavior e.i.: prospect, regret theory and anchoring. There is also description of spread between individualism and conformity of investors that very often takes place on capital markets.

**Keywords:** behavioral finance, psychology of investment, investors' behavior, capital markets.

JEL: G10, G11