PRACE NAUKOWE UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO WE WROCŁAWIU nr 121
Finanse i rachunkowość – teoria i praktyka 2010

Magdalena Swacha-Lech
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

BEHAWIORALNE ASPEKTY ZACHOWAŃ INWESTORÓW NA RYNKU KAPITAŁOWYM ORAZ PODMIOTÓW OCENIAJĄCYCH INWESTYCJE W KONTEKŚCIE PRZYCZYN KRYZYSU FINANSOWEGO W USA

Streszczenie: Analiza przyczyn wystąpienia kryzysu pozwoliła autorce wyłonić pięć grup podmiotów, w przypadku których można dostrzec inklinacje behawioralne. Należą do nich: kredytobiorcy na rynku kredytów hipotecznych (*prime* i *subprime*), banki, inwestorzy indywidualni na rynku kapitałowym, inwestorzy instytucjonalni oraz podmioty oceniające/rekomendujące inwestycje. Celem niniejszego artykułu jest uwypuklenie wagi behawioralnego podejścia do współczesnych finansów, dokonane za pomocą wyłonienia wśród zbioru przyczyn trwającego obecnie kryzysu finansowego w USA, psychologicznych aspektów występujących w zachowaniach inwestorów oraz podmiotów oceniających inwestycje.

Słowa kluczowe: finanse behawioralne, kryzys finansowy w USA, behawioralne aspekty zachowań inwestorów giełdowych, behawioralne aspekty zachowań agencji ratingowych.

1. Wstęp

Ekonomia behawioralna stanowi jeden z nowych nurtów, występujących we współczesnej ekonomii. Podejście stosowane w ramach tego nurtu koncentruje się wokół analizy społeczno-psychologicznych aspektów zachowań jednostek, wyłaniających się w procesie podejmowania różnorodnych decyzji ekonomicznych. Badania prowadzone przez przedstawicieli tego nurtu pozwalają zatem uzupełnić dotychczasowe podejście do zagadnień ekonomicznych (reprezentowane przez ekonomię głównego nurtu) o nowe, interdyscyplinarne spojrzenie na tę problematykę. Najczęściej znaczenie osiągnięć ekonomii behawioralnej oceniane jest pozytywnie w kontekście roli, jaką odgrywa ów nurt w tworzeniu modelu „człowieka rzeczywistego", jednakże można spotkać się także z opiniami odnoszącymi się lekceważąco do charakteru wniosków formułowanych w ramach tego nurtu. Wśród naukowców toczy się obecnie dyskusja na temat wagi dorobku ekonomii behawioralnej oraz nad przesłankami do uznania tego nurtu za odrębną szkołę myśli eko-

nomicznej. Główny zarzut formułowany wobec badań prowadzonych w ramach tej dziedziny dotyczy wskazania, iż badania te tworzą poszczególne powiązane ze sobą wątki, problemy, lecz nie składają się na jeden, całościowy, homogeniczny nurt. Jednym z autorów, który w oparciu o ów pogląd dokonał przeglądu głównych dokonań ekonomii behawioralnej, jest J.F. Tomer, który proponuje wyróżnienie następujących problemów/wątków [12, s. 13–27]: Herbert Simon i szkoła z Carnegie; George Katona i szkoła z Michigan; ekonomia psychologiczna (C. Camerer, E. Fehr, D. Kahneman, D. Laibson, G. Loewenstein, M. Rabin, R. Thaler); Harvey Leibenstein i teoria efektywności; George Akerlof i behawioralna makroekonomia; Richard Nelson, Sidney Winter i ekonomia ewolucyjna; finanse behawioralne; Vernon Smith i ekonomia eksperymentalna.

Jako jedno z wyróżnionych zagadnień jawią się zatem finanse behawioralne. M.A. Braun za cel finansów behawioralnych uznaje rozszerzenie klasycznych teorii finansów o rzeczywiste zachowania jednostek, co spowoduje, iż staną się one bardziej odpowiadające rzeczywistości [1]. Istotę finansów behawioralnych stanowi zaś poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania uczestników rynków finansowych [14, s. 342]. Stosownie do założeń ekonomii behawioralnej, za pomocą powiązania finansów i psychologii, finanse behawioralne dowodzą interdyscyplinarnej natury tego nurtu. Obszar, który – jak dotychczas – wydaje się być najlepiej rozpoznany przez naukowców stosujących behawioralne podejście do zagadnień finansowych, stanowią zachowania inwestorów na rynku kapitałowym. W nawiązaniu do tego faktu w literaturze przedmiotu występują definicje zawężające pojęcie finansów behawioralnych wyłącznie do analizy psychologicznych aspektów zachowań inwestorów giełdowych[1].

W celu podkreślenia znaczenia wyników badań przeprowadzonych przez naukowców w tym obszarze, a także dla uwypuklenia możliwości (lub wręcz potrzeby) ich zastosowania autorka oparła się w niniejszym opracowaniu na analizie psychologicznych aspektów zachowań inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych na rynku kapitałowym w USA w kontekście przyczyn kryzysu finansowego. Dopełnienie dokonanej analizy zachowań inwestorów stanowi próba wskazania behawioralnych aspektów zachowań wyłaniających się wśród decyzji podejmowanych przez podmioty oceniające inwestycje. Decyzje inwestorów w obliczu coraz mniej przejrzystego rynku i coraz bardziej skomplikowanych instrumentów coraz częściej opierają się bowiem na opiniach wydawanych przez agencje ratingowe czy na rekomendacjach analityków giełdowych. Zestawienie trzech wymienionych grup wydaje się zatem tworzyć pełniejszy obraz charakteru i okoliczności błędów – występujących w zachowaniach inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych

[1] Na przykład J.R. Ritter wskazuje, iż finanse behawioralne obejmują badania, które porzucają tradycyjne założenia o maksymalizacji oczekiwanej użyteczności przez racjonalnych inwestorów na efektywnych rynkach.

na rynku kapitałowym USA – ukazany z perspektywy przyczyn pojawienia się kryzysu finansowego[2].

2. Behawioralne aspekty zachowań inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych na rynku kapitałowym w USA

Prace prowadzone w ramach finansów behawioralnych pozwoliły potwierdzić występowanie odchyleń od założenia o pełnej racjonalności zachowań inwestorów na rynku kapitałowym. W toku prowadzonych badań wykazano, iż założenia, na których opierają się finanse klasyczne – o racjonalności zachowań jednostek oraz informacyjnej efektywności rynku – nie są zatem w pełni słuszne. Na podstawie licznych obserwacji inwestorów indywidualnych, a także i inwestorów instytucjonalnych w wielu krajach naukowcy dowiedli, iż w sferze zarówno poznawczej, jak i motywacyjnej kierują się oni niejednokrotnie emocjami, stosują liczne uproszczenia (tzw. skróty myślowe), zastępując nimi dokonywanie rzetelnych analiz, bezkrytycznie naśladują zachowania innych uczestników rynku, co w konsekwencji uniemożliwia podejmowanie racjonalnych decyzji.

Jednym z czynników, który wskazywany jest jako jeden z głównych elementów wyróżnionych w ramach behawioralnych aspektów zachowań inwestorów na rynku kapitałowym USA, analizowanych z perspektywy przyczyn kryzysu finansowego jest irracjonalna żywiołowość (*irrational exuberance*). Zachowanie to sprowadza się do nadmiernej reakcji inwestorów, wykazywanej na zmiany zachodzące w otoczeniu. Średnioroczny wzrost cen nieruchomości, utrzymując się w latach 1997–2006 na poziomie około 10% i osiągając poziom blisko 13% w latach 2007 i 2008, powodował nadmierny optymizm, nieracjonalną wiarę w nieskończony wzrost wartości tych aktywów[3], zachęcał inwestorów do spekulacyjnych posunięć na giełdzie,

---

[2] Analiza przyczyn wystąpienia kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych pozwoliła autorce wyłonić pięć grup podmiotów, w przypadku których można dostrzec inklinacje behawioralne. Należą do nich:

1) kredytobiorcy na rynku kredytów hipotecznych:

a) *prime*,

b) *subprime*,

2) instytucje bankowe, w tym:

a) właściciele/zarządzający,

b) pracownicy bezpośrednio zaangażowani w sprzedaż kredytów hipotecznych,

3) inwestorzy indywidualni na rynku kapitałowym,

4) inwestorzy instytucjonalni występujący na rynku kapitałowym,

5) podmioty oceniające/rekomendujące inwestycje – agencje ratingowe, analitycy giełdowi, analitycy rynku nieruchomości.

Rozważania koncentrujące się wokół dwóch pierwszych z wyróżnionych grup podmiotów stały się przedmiotem odrębnego artykułu.

[3] W 2005 r. R. Shiller i K. Case przeprowadzili badania wśród nabywców nieruchomości w San Francisco, pytając ich, czy nadal spodziewają się wzrostu cen nieruchomości, a jeśli tak, to jaki jest

szczególnie w odniesieniu do tych instrumentów, których wartość uzależniona była od wartości nieruchomości. Irracjonalna żywiołowość, przejawiająca się w liczbie zawieranych transakcji, jawi się zatem jako jedna z determinant wzrostu cen nieruchomości w USA [4, s. 9–11]. Euforia panująca wśród inwestorów, spekulacyjny charakter podejmowanych inwestycji, doprowadziły w konsekwencji do powstania tzw. bańki spekulacyjnej, przyczyniając się tym samym do uruchomienia jednego z elementów mechanizmu (obok zachowań kredytobiorców i banków aktywnych na rynku kredytów hipotecznych) poprzedzającego wystąpienie kryzysów.

Korzystna sytuacja na giełdzie powodowała spiralę oczekiwań względem przyszłych profitów z dokonywanych inwestycji. Tymczasem – na skutek coraz powszechniej stosowanej sekurytyzacji aktywów[4] – pojawiające się na giełdzie nowe instrumenty pochodne powodowały coraz mniejszą przejrzystość rynku (nawet w odczuciu profesjonalistów). Transfer ryzyka przyczyniał się do trudności z jego oceną, powodując błędną wycenę instrumentów pochodnych, takich jak cieszące się ogromną popularnością – MBS (*mortgage-backed securities*)[5] czy CDS (*credit default swaps*)[6].

Wydaje się zatem, że decydując się na nabywanie instrumentów pochodnych opartych na kredytach hipotecznych (szczególnie typu *subprime*), fundusze inwestycyjne, banki inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe oraz inne instytucje wykazały się podobnymi błędami (nieracjonalny optymizm, niedoszacowanie ryzyka) jak inwestorzy indywidualni. Ponadto, podobnie jak inwestorzy indywidualni, instytucje dokonujące transakcji na rynku kapitałowym coraz częściej podejmowały decyzje, obserwując posunięcia innych uczestników rynku, przyjmując założenie, iż „większość ma rację".

W ocenie finansów behawioralnych zachowania stadne są bardzo ważnym aspektem przy decyzjach podejmowanych przez jednostki w warunkach niepewno-

oczekiwany wzrost wartości ich nowego domu w nadchodzącym dziesięcioleciu. Oczekiwany wzrost wynosił 14% rocznie, w tym nie należały do rzadkości oczekiwania wzrostu cen nieruchomości nawet o ponad 50% rocznie. Szerzej: [3, s. 1].

[4] Istota sekurytyzacji sprowadza się do możliwości zamiany niepłynnych aktywów (występujących np. w postaci kredytów) w płynne aktywa w postaci papierów wartościowych (ABS – *asset-backed securities*). Aktywne na rynku kredytów hipotecznych banki dokonywały zatem sprzedaży wierzytelności nabytych w drodze udzielonych kredytów hipotecznych (w tym także *subprime*) do wyspecjalizowanych instytucji finansowych (określanych jako SPV – *special purpose vehicle* lub SPE – *special purpose entity*), tworząc tym samym miejsce w bilansie na wzrost akcji kredytowej (bez konieczności powiększania bazy kapitałowej) oraz dokonując transferu ryzyka kredytowego na inne podmioty. Zmiany w postrzeganiu ryzyka przez banki korzystające z tego sposobu refinansowania spowodowały popularyzację sekurytyzacji, przyczyniając się do radykalnego złagodzenia wymogów kredytowych i nadmiernego zwiększania w portfelu kredytowym banków kredytów typu *subprime*.

[5] Należące do grupy papierów wartościowych powstałych na skutek sekurytyzacji aktywów, określanych jako ABS (*asset-backed securities*).

[6] Należąc do grupy instrumentów pochodnych o charakterze ubezpieczeniowym, wykorzystywane były przez inwestorów indywidualnych, a także banki inwestycyjne i tradycyjne jako rodzaj ubezpieczenia ryzyka.

ści. Psychologia tłumu niejednokrotnie wywiera bowiem istotny wpływ na indywidualne decyzje poszczególnych jednostek. Inwestorzy narażeni są zatem zarówno na wpływ własnych emocji, jak i na wpływ zbiorowości, której przekonania i poglądy na temat sytuacji rynkowej rozprzestrzeniają się tym szybciej, im technologie informacyjno-medialne są bardziej zaawansowane [2, s. 41]. Instynkt stadny wywołuje zaś zjawisko kaskady informacyjnej polegające na przyjmowaniu sądów jednych inwestorów przez kolejnych, powodując występowanie na rynku zjawiska określanego jako *follow the leader*. Sytuacja na rynku finansowym rodziła sposobność do posunięć o charakterze spekulacyjnym, co dodatkowo wprowadzało w błąd inwestorów bezkrytycznie powielających zachowania innych uczestników rynku.

Tendencję do akceptowania tego, w co wierzą inni potęgował efekt, określany w finansach behawioralnych jako pułapka potwierdzania [3, s. 3]. Pułapka potwierdzania oznacza skłonność do stronniczej akceptacji dowodów, polegająca na wychwytywaniu z otoczenia wyłącznie informacji potwierdzających przyjęte wcześniej sądy, przy jednoczesnym ignorowaniu informacji zaprzeczających owym przyjętym przez inwestora założeniom[7].

Występowanie tego zjawiska akcentuje zatem tendencję do braku rzetelnych analiz poczynionych przed podjęciem decyzji inwestycyjnych, co niewątpliwie stanowiło owoc nadmiernej pewności siebie wykazywanej przez inwestujących na rynku papierów wartościowych. Zgodnie z obserwacjami prowadzonymi w ramach finansów behawioralnych odniesiony ostatnio sukces niejednokrotnie powoduje, iż inwestorzy wykazują nadmierną pewność własnej wiedzy i umiejętności (nawet jeśli ów sukces był efektem wyjątkowo korzystnej sytuacji na giełdzie) i przypisują go wyłącznie swoim umiejętnościom (podstawowy błąd atrybucji). Podstawowy błąd atrybucji wiąże się z predyspozycją inwestorów do przypisywania trafnych decyzji własnym zdolnościom (atrybucja z dyspozycji), przy jednoczesnym wyjaśnianiu błędnych decyzji za pomocą okoliczności zewnętrznych (atrybucja z sytuacji). Finanse behawioralne dowodzą, że jednostki próbując znaleźć przyczyny czyjegoś zachowania, przeceniają czynniki osobowościowe (nie doceniając wpływu czynników sytuacyjnych), podczas gdy przy ocenie własnego zachowania, ze względu na tendencję do obrony ego, skłaniają się ku wyborowi takiej atrybucji, która jest dla nich wygodna, a więc mają tendencję do przypisywania samym sobie przyczyn właściwego zachowania (atrybucja z dyspozycji), natomiast przyczyn niepoprawnego zachowania upatrują w okolicznościach zewnętrznych (atrybucja z sytuacji) (szerzej: [13, s. 66–67]).

Nadmiernej pewności własnej wiedzy i umiejętności często towarzyszyło również złudzenie kontroli określane jako iluzja posiadania zwiększonego wpływu na przebieg obserwowanych zjawisk wraz ze wzrostem osobistego zaangażowania. Ellen Langer wyróżniła pięć głównych atrybutów wzmacniających złudzenie kontroli,

[7] Doskonałą ilustrację pułapki potwierdzania stanowi eksperyment Petera Wasona (szerzej: [13, s. 56]).

wśród których znajdują się między innymi: sekwencja wyników i znajomość problemu. Jeśli decyzja inwestycyjna zostaje potwierdzona kilkoma pozytywnymi wynikami z rzędu, inwestor czuje, że ma kontrolę nad zachodzącymi zdarzeniami – bez względu na to, czy osiągnięte wyniki mają charakter losowy, czy też nie, a zatem złudzenie kontroli rośnie w miarę potwierdzania się kolejnych prognoz. Kolejny czynnik wzmacniający opisywany efekt stanowi znajomość problemu, co sprowadza się do zależności, że im bardziej znany wydaje się problem, tym silniej odczuwane jest złudzenie kontroli. W okresie trwającej hossy problemy inwestowania przeniknęły głęboko do codzienności, wyrażenia związane z rynkiem finansowym stały się bardzo popularne, co przyczyniało się do tego, że bez względu na rzeczywistą wiedzę na temat inwestowania jednostkom towarzyszyło silne przekonanie o zdolnościach do trafnego podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Niechęć do dokonywania dokładnych analiz poprzedzających decyzje inwestycyjne oraz ignorancja wykazywana przez inwestorów w odniesieniu do konieczności prawidłowej oceny sytuacji wspierane były dodatkowo za pomocą tzw. heurystyki dostępności, oznaczającej tendencję do uwzględniania ostatnio zaistniałych lub też spektakularnych zdarzeń, podczas szacowania prawdopodobieństwa określonego zdarzenia (szerzej [13, s. 59–61]). Zauważona wśród zachowań inwestorów giełdowych heurystyka dostępności powodowała, że oceniając ryzyko nowo zawieranej transakcji, sięgali oni pamięcią wyłącznie do trwającej wówczas korzystnej sytuacji na giełdzie i odwoływali się jedynie do pozytywnych doświadczeń z niedalekiej przeszłości, nie dopuszczając myśli o zakończeniu hossy czy wzrostowej tendencji na rynku nieruchomości.

Kolejne błędy, jakie popełniali inwestorzy, koncentrujące się wokół psychologicznych aspektów dokonywanych wyborów inwestycyjnych, podkreślają rolę emocji w procesie decyzyjnym. Finanse behawioralne zakładają bowiem błądzenie logiczne inwestora w procesie podejmowania decyzji, a także akcentują wpływ emocji. W obliczu konieczności szybkiego formułowania sądów jednostki często ulegają pokusie bazowania na odczuciach jako na substytucie rzetelnych dociekań. Emocjonalne uogólnienie charakteru obiektu na podstawie przypisanych mu cech wartościujących określa się mianem heurystyki afektu. Wydaje się, iż przy ogólnie występującym optymizmie, jaki towarzyszył inwestorom na rynku kapitałowym, występowanie heurystyki afektu było wysoce prawdopodobne. Tymczasem oceny afektywne odgrywają istotny wpływ na podejmowane decyzje inwestycyjne, wyprzedzając świadomą ocenę sytuacji.

Wyniki analizy zachowań inwestorów na rynku kapitałowym w USA wyraźnie akcentują zatem posługiwanie się przez jednostki uproszczonymi sposobami ocen w sferze poznawczej, prowadzącymi do zastąpienia rzetelnych analiz przez tzw. oceny sytuacji „na oko". Działając pod wpływem stresu, wywołanego m.in. presją czasu czy wagą podejmowanych decyzji, ulegając wrażeniu ciągłego pędu informacyjnego i presji na szybkie podejmowanie decyzji, w poczuciu strachu o utratę własnych pieniędzy, jednostki popełniały liczne błędy związane z uproszczoną oceną sytuacji.

Błędy popełniane przez inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych prowadzące niejednokrotnie do bardzo poważnych strat miały zatem często swoje źródło w błędnej ocenie sytuacji. Jednostki cechuje bowiem skłonność do błądzenia logicznego podczas przetwarzania informacji, wynikającego z nadmiaru dostępnych informacji bądź błędnej ich interpretacji. Napotykając różnego rodzaju ograniczenia czasowe i technologiczne, inwestorzy nie są w stanie uzyskać dostępu do wszystkich informacji istotnych dla danego problemu ani też nie są zdolni do ich dokładnego przetworzenia (ograniczona jest zdolność człowieka do analizy nadmiaru informacji i otaczających go zjawisk).

Analizując sferę motywacyjną inwestorów, z łatwością można dostrzec, iż – podobnie, jak w przypadku kredytobiorców kredytów hipotecznych – motorem podejmowanych decyzji była chęć realizacji ponadprzeciętnych zysków, przybierająca niejednokrotnie postać chciwości, zachłanności, która przysłaniała wiążące się z dokonywanymi inwestycjami ryzyko i zachęcała do poczynań o charakterze spekulacyjnym, do akceptacji zbyt wysokiego poziomu ryzyka. Chociaż w krótkim okresie inwestorzy kierujący się takim rodzajem pobudek odnosili sukcesy inwestycyjne, ostateczne konsekwencje takich poczynań były niejednokrotnie bardzo poważne. Negatywnym przykładem obrazującym rezultaty chciwości powodującej brak dystansu niezbędnego do rzetelnej analizy sytuacji i oceny potencjalnych konsekwencji, jakie mogą rodzić podejmowane kroki, są m.in. banki inwestycyjne, które masowo nabywały aktywa typu MBS. Źródło tak gwałtownego wzrostu popytu na aktywa MBS stanowi m.in. powiązanie poziomu wynagrodzeń kierownictwa banków z bieżącą wartością zarządzanych podmiotów. Wizja możliwych do uzyskania w krótkiej perspektywie czasowej wysokich środków finansowych skłaniała zarządy do doraźnego powiększania wartości firmy i skracania horyzontu decyzyjnego. W obliczu rosnących cen nieruchomości bieżąca wycena MBS kształtowała się niezwykle atrakcyjnie, jednakże w przypadku odwrócenia trendu ten sposób wyceny powodował konieczność ujawniania wysokich strat, a posiadane MBS określano wówczas mianem *toxic assets* [8, s. 342]. Wydaje się, iż chciwość i krótkowzroczność zarządzających powodowała, że banki inwestycyjne nie uwzględniły w swych kalkulacjach ryzyka związanego ze spadkiem wartości nieruchomości, stanowiących zabezpieczenie kredytów hipotecznych, pogorszeniem jakości kredytów, a w konsekwencji pogarszaniem jakości MBS.

Dostrzeżone w postępowaniu inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych behawioralne aspekty zachowań dowodzą zatem, iż w sferze zarówno poznawczej, jak i motywacyjnej jednostki wykazują tendencję do stosowania uproszczeń, do braku ostrożności, błędnych mechanizmów podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Skala i okres występowania tego rodzaju zachowań na rynku kapitałowym w Stanach Zjednoczonych zaowocowała bardzo poważnymi następstwami – powstaniem tzw. bańki spekulacyjnej, której pęknięcie spowodowało niezwykle poważne skutki.

3. Behawioralne aspekty zachowań podmiotów oceniających/ rekomendujących inwestycje na rynku kapitałowym w USA

Wpływ na błędne decyzje inwestorów, poza omówionymi czynnikami natury psychologicznej, niejednokrotnie wywierały także nieprawidłowe, zbyt wysokie oceny wiarygodności papierów wartościowych zabezpieczonych długiem, dokonywane przez agencje ratingowe, a także nierzetelne rekomendacje analityków giełdowych czy analityków rynku nieruchomości.

Korzystanie z podmiotów oceniających, rekomendujących inwestycje na rynku kapitałowym, stało się konieczne na skutek deregulacji i liberalizacji na rynkach finansowych, która zaowocowała rosnącą złożonością rynków i oferowanych produktów. Szumy informacyjne oraz rosnąca asymetria informacji powodują ogromne trudności w trafnej ocenie sytuacji, co jest szczególnie istotne w obliczu potrzeby analizowania i agregowania coraz większej ilości informacji.

Na rynku finansowym USA duże trudności w ocenie natury i umiejscowienia ryzyka kredytowego spowodował mechanizm sekurytyzacji. Rodziło to konieczność uwzględniania ocen agencji ratingowych. Tymczasem, w zachowaniu agencji również można zauważyć pewne inklinacje behawioralne. Metody wyceny ryzyka stosowane przez agencje nie były bowiem dostosowane do nowych, coraz bardziej skomplikowanych, instrumentów finansowych, nie uwzględniały m.in. wrażliwości instrumentów pochodnych na cykliczne osłabienie koniunktury, co owocowało systematycznym zaniżaniem ryzyka. Fakt ten potwierdza zachowanie wysokich ocen MBS nawet w obliczu pogarszającej się sytuacji na rynku nieruchomości, co potwierdza występowanie w aktywności agencji ratingowych heurystyki konserwatyzmu, oznaczającej niedostatecznie silną weryfikację prawdopodobieństwa zajścia danego zdarzenia pod wpływem nowych informacji.

Za pomocą złożonych procesów sekurytyzacji papiery wartościowe, które początkowo uzyskiwały oceny niższe niż „AAA" i „AA", ponownie stawały się podstawą do emisji nowych instrumentów finansowych (np. CDO – *collateralized debt obligation*), które otrzymywały już najwyższe noty[8]. Rola agencji ratingowych w tzw. *second-level securitization* była oczywista. Brak rzetelnej wyceny dokonanej przez agencję wprowadzał w błąd inwestorów nabywających te instrumenty, prowadząc w konsekwencji do załamania rynku. Oceniane jako bezpieczne, atrakcyjne inwestycje, papiery wartościowe z wysokimi ocenami nadanymi przez agencje z czasem okazały się być „toksycznymi aktywami" (szerzej [5, s. 6–9]).

W raporcie dotyczącym agencji ratingowych SEC (United States Securities and Exchange Commission) wyraźnie podkreśla konflikt interesów występujący w funkcjonowaniu agencji, wynikający z modelu *issuer pay* (za wycenę płacą emitenci), szczególnie w odniesieniu do instrumentów pochodnych. Za wycenę MBS czy CDO płaciły zatem instytucje emitujące, co rodziło pokusę zawyżania dokonywanych wy-

[8] Proces taki dokładnie prezentuje K.E. Scott [9, s. 6–8].

cen [10, s. 31]. Jak wskazuje D. Rosati, agencje ratingowe z jednej strony występowały w roli gwaranta jakości tych aktywów, z drugiej zaś miały pełnić funkcję ich obiektywnego recenzenta [8, s. 340–341].

Jako przyczynę przyznawania zawyżonych ocen instrumentom pochodnym wskazuje się m.in. brak metodologicznej przejrzystości w odniesieniu do działalności agencji [5, s. 22]. Adam Szyszka zauważa także, iż do oceny produktów finansowych agencje ratingowe stosowały dane statystyczne bazujące na zbyt krótkiej próbie historycznej, a zatem stosowały one heurystykę reprezentatywności [11, s. 22].

Analiza aktywności agencji ratingowych pozwala na sformułowanie hipotezy dotyczącej występowania istotnych zaniedbań w ich funkcjonowaniu, koncentrujących się wokół: irracjonalnej wiary w nieskończony wzrost cen na rynku nieruchomości, braku należytych starań w odniesieniu do adekwatności metod wykorzystywanych przy wycenie instrumentów finansowych do bieżącej sytuacji na rynku (w tym tendencji do konserwatyzmu) oraz ulegania pokusie nadużycia, która mogła stanowić efekt wykazywanej chciwości i zachłanności. Konsekwencje wadliwej wyceny MBS, które poprzez swą konstrukcję wiązały kondycję finansową banków hipotecznych i inwestycyjnych, powodując wzrost ryzyka systemowego, były niezwykle poważne, a zatem aspekt ów odegrał istotną rolę wśród przyczyn kryzysu finansowego w USA, wyselekcjonowanych jako czynniki o podłożu behawioralnym.

Podobnie rekomendacje analityków giełdowych oraz innych profesjonalnych uczestników rynku wykazywały tendencję do irracjonalnej wiary w nieskończony wzrost cen na rynku nieruchomości i stale korzystną sytuację na rynkach finansowych oraz do błędnej oceny ryzyka, związanego z wszelkimi transakcjami opartymi na kredytach hipotecznych, w tym szczególnie na kredytach *subprime*.

4. Podsumowanie

Behawioralne aspekty zachowań inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych aktywnych na rynku kapitałowym oraz podmiotów oceniających/rekomendujących inwestycje miały zatem bardzo istotne znaczenie w kontekście przyczyn wystąpienia kryzysu finansowego. Wydaje się, iż rozważania zawarte w niniejszym opracowaniu, akcentując wpływ pewnych psychologicznych aspektów podejmowania decyzji inwestycyjnych na cały rynek finansowy, mogą stanowić przyczynek do potwierdzenia wagi i znaczenia dorobku finansów behawioralnych dla współczesnych finansów. Tabela 1 prezentuje wyłonione przez autorkę behawioralne aspekty zachowań obu grup omawianych podmiotów.

Należy podkreślić również fakt, iż zaprezentowane w artykule rozważania uwypuklają także szczególnie ważny aspekt w kontekście dyskusji dotyczącej znaczenia finansów behawioralnych dla współczesnej ekonomii, jaki stanowi wkład tego nurtu w tworzenie modelu „człowieka rzeczywistego". Wszelkie wskazane w opracowaniu błędy, jakie popełniają jednostki, dowodzą bowiem występowania nie w pełni racjonalnych zachowań, wskazując jednocześnie kierunek możliwych zmian w zakresie

Tabela 1. Behawioralne aspekty zachowań inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych na rynku kapitałowym oraz podmiotów oceniających/rekomendujących inwestycje

Behawioralne aspekty zachowań wyłonione w sferze poznawczej	Behawioralne aspekty zachowań wyłonione w sferze motywacyjnej
1	2
a) w odniesieniu do inwestorów na rynku kapitałowym	
• nadmierny optymizm, który powodował, iż podczas podejmowania decyzji o danej inwestycji inwestorzy nie uwzględniali możliwości zakończenia hossy czy tendencji wzrostowej na rynku nieruchomości	• chęć realizacji ponadprzeciętnych zysków (korzystna sytuacja na rynku powodowała spiralę oczekiwań względem przyszłych profitów z dokonywanych inwestycji)
• irracjonalna żywiołowość, rozumiana jako nadmierna reakcja inwestorów wykazywana na zmiany zachodzące w otoczeniu (wiązała się ze zbyt wysokim poziomem optymizmu w obliczu rosnących cen na rynku nieruchomości), która w konsekwencji doprowadziła do powstania tzw. bańki spekulacyjnej	• chciwość, zachłanność, które przysłaniały ryzyko wiążące się z dokonywanymi inwestycjami i zachęcały do poczynań o charakterze spekulacyjnym, do akceptacji zbyt wysokiego poziomu ryzyka
• zjawisko *follow the leader* (w obliczu coraz bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych oraz coraz mniejszej przejrzystości rynku inwestorzy coraz częściej podejmowali decyzje inwestycyjne, obserwując posunięcia innych uczestników rynku i przyjmując założenie, iż „większość ma rację”)	• krótkowzroczność, skracanie horyzontu decyzyjnego spowodowane chęcią realizacji szybkiego zysku (w przypadku inwestorów indywidualnych powiązanie poziomu wynagrodzenia kierownictwa z bieżącą wartością zarządzanych podmiotów skłaniało do poczynań ukierunkowanych na uzyskanie wysokich zysków w krótkiej perspektywie czasowej)
• pułapka potwierdzania (skłonność do stronniczej akceptacji dowodów, polegająca na wychwytywaniu z otoczenia wyłącznie informacji potwierdzających przyjęte wcześniej sądy, przy jednoczesnym ignorowaniu informacji zaprzeczających owym przyjętym przez inwestora założeniom), potęgująca kaskadę informacyjną	
• brak rzetelnych analiz dokonywanych przed podjęciem decyzji inwestycyjnych	
• nadmierna pewność własnej wiedzy i umiejętności	
• podstawowy błąd atrybucji (inwestorzy wykazywali tendencję do przypisywania osiąganych sukcesów wyłącznie własnym umiejętnościom – nawet w przypadku, gdy był on wynikiem korzystnej sytuacji na giełdzie i nie wynikał z umiejętności posiadanych przez inwestora)	

Tabela 1, cd.

1	2
• złudzenie kontroli (iluzja posiadanego wpływu na wyniki dokonywanych inwestycji)	
• heurystyka dostępności, która powodowała uproszczone analizy dokonywanych inwestycji (dokonując oceny ryzyka nowo zawieranej transakcji inwestorzy sięgali pamięcią wyłącznie do trwającej wówczas, korzystnej sytuacji na giełdzie i odwoływali się jedynie do pozytywnych doświadczeń z niedalekiej przeszłości, nie dopuszczając myśli o zakończeniu hossy czy wzrostowej tendencji na rynku nieruchomości)	
• heurystyka afektu, rozumiana jako emocjonalne uogólnienie charakteru obiektu na podstawie przypisanych mu cech wartościujących (w obliczu konieczności szybkiego formułowania sądów inwestorzy niejednokrotnie ulegali pokusie bazowania na odczuciach jako na substytucie rzetelnych dociekań)	
b) w odniesieniu do podmiotów oceniających/rekomendujących inwestycje	
• nadmierny optymizm (nieracjonalna wiara w nieskończony wzrost cen na rynku nieruchomości)	• zawyżanie dokonywanych przez agencje ratingowe wycen spowodowane modelem *issuer pays* (za wycenę MBS/CDO płaciły instytucje emitujące)
• heurystyka reprezentatywności (do oceny produktów finansowych agencje ratingowe stosowały dane statystyczne bazujące na zbyt krótkiej próbie historycznej)	
• heurystyka konserwatyzmu oznaczająca niedostatecznie silną weryfikację prawdopodobieństwa zajścia danego zdarzenia pod wpływem nowych informacji (zachowanie wysokich ocen MBS nawet w obliczu pogarszającej się sytuacji na rynku nieruchomości)	

Źródło: opracowanie własne.

modyfikacji kategorii „homo oeconomicus”[9]. Potrzebę uwzględnienia behawioralnego podejścia do zagadnień finansowych podkreśla dodatkowo fakt, iż brak siły woli jednostek do wyeliminowania z procesu decyzyjnego tendencji do uproszczeń, krótkowzroczności, niedostrzegania długookresowych korzyści czy chęci osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków powoduje, że nawet w przypadku wiedzy posiadanej przez inwestorów w tym zakresie, błędne zachowania są nadal powielane.

[9] Wątek ten stał się przedmiotem dociekań autorki w odrębnym artykule.

Literatura

[1] Braun M.A., *Did the „homo economicus" mutate to the concept of behavioural finance and economics?*, Seminar Paper, GRIN Verlag 2006.
[2] Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, SGH, Warszawa 2008.
[3] Gardnem D., *Inne uprawianie ekonomii,* www.racjonalista.pl/kk.php/s,6232.
[4] Grosse R., *The Global Financial Crisis – a Behavioral View,* EGADE Graduate Business School, Monterrey 2010.
[5] Hunt J.P., *Credit rating agencies and the "worldwide credit crisis": the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*, "Columbia Business Law Review" 2008, vol. 2009, no. 1.
[6] Partnoy F., *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, "Legal Studies Research Paper Series, Research Paper" 2009, no. 09–015.
[7] Ritter J.R., *Behavioral Finance*. „Pacific-Basin Finance Journal" 2003, vol. 11, no 4.
[8] Rosati D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista" 2009, nr 3.
[9] Scott K.E., *The Financial Crisis: Causes and Lessons – Ending Government Bailouts as We Know Them Part I – The Crisis,* "Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper" 2009, no. 67.
[10] *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, SEC 2008 July.
[11] Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*. „Bank i Kredyt" 2009, nr 40 (4).
[12] Tomer J.F., *What is Behavioral Economics?* Dept. of Economics and Finance, Manhattan College, New York 2005.
[13] Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych,* Wydaw. CeDeWu, Warszawa 2006.
[14] Zielonka P., *Finanse behawioralne,* [w:] *Psychologia ekonomiczna*, red. T. Tyszka, Gdańskie Wydaw. Psychologiczne, Gdańsk 2004.

BEHAVIOURAL ASPECTS OF BORROWERS AND BANKS BEHAVIOUR IN THE CONTEXT OF REASONS OF FINANCIAL CRISIS IN USA

Summary: The analysis of financial crisis causes makes it possible to select 5 groups of subjects in case of which behavioural inclinations can be noticed. They are: borrowers on prime and subprime mortgage market, banks, individual and institutional investors on capital market, entities which assess/recommend investments. The aim of this contribution is to emphasize the importance of behavioural approach to modern finance achieved by selection of psychological aspects in investors and credit rating agencies behaviour in the context of reasons of current financial crisis occurrence in the USA.